آليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني

إعداد
راضي محمد العضايلة

المشرف
الأستاذ الدكتور وديع شرايحة

قدمت هذه الأطروحة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الدكتوراه
في اقتصاد الأعمال

كلية الدراسات العليا
الجامعة الأردنية

آيـــار، ٢٠١٠

الجامعة الأردنية

نمــوذج تفــويض

أنا راضي محمد احمد العضايله ، أفوض الجامعة الأردنية بتزويد نــسخ من أطروحتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

التوقيع:

التاريخ:

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة/الأطروحة (آليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني)

وأجيزت بتاريخ ٢٠١٠/٥/١٣

أعضاء لجنة المناقشـــــــة	التوقيـــــــــــع
الدكتور وديع جريس شرايحة، مشرفاً أستاذ – تنمية اقتصادية	....
الدكتور طالب محمد عوض، عضواً أستاذ– اقتصاد دولي وقياسي	....
الدكتور سعيد محمود الطراونة، عضواً أستاذ– تنمية اقتصادية وتنظيم صناعي	....
الدكتور أحمد ملاوي ، عضواً أستاذ– اقتصاد نقدي وقياسي (جامعة مؤتة)	....

الإهداء

إلى صاحب القلب الكبير ، اتخذ من العمل وسيلة للكسب الحلال،فعلمنا وأحسن تعليمنا ،وربانا فأحسن تربيتنا ..... اتخذ من عمل الخير هاجساً له في الليل و النهار ......أبي العزيز
إلى روحها الطاهره في عليين، تلقفتها يد القدر قبل أن أرتوي من حنانها استحوذت مـــشاعر الأمومة على فكرها و قلبها ......أمي رحمها الله و سقاها من شآبيب رحمته

إلى من يرتعش قلبي لذكرهم،سندي وقوتي وملاذي ......إخوتي وأخواتي

إلى رفيقة الدرب ،و شريكة العمر ،بسمة الحياة،وسرالوجود،ضحت من أجلي ،وحملت أعباء الأطروحة وهمها ،وسهرت لراحتي ......، إلى رفيقة الدرب ،إلى زوجتي أم تقي الدين

إلى من حرموا الكثير من حقوقهم بسبب انشغالي بالبحث عنهم ،إلى من أتمنى أن تبقى صورتهم في عيوني........ أولادي تقي الدين و تقى

إلى أمي وزوجة أبي،كانت صدراً حنوناً ،اتسع لنا جميعاً،وكانت خيرعوض عن أمنا الراحلة .....أم أحمد

إليهم جميعاً أهدي هذا الجهد المتواضع

راضي محمد العضايلة

الشكر و العرفان

فأشكر الله العلي القدير على نعمائه التي لا تحصى، و على توفيقي لإتمام هذا العمـــل و أصلي و أسلم على المبعوث الأمين رحمة للعالمين ،وعلى آله و صحبة الكـــرام ، و مـــن اهتدى بهديهم إلى بإحسان يوم الدين

فأتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذي الفاضل الدكتور وديع شـــرايحة ، الـــذي شـــرفني بتفضله بالإشراف على هذه الأطروحة ، لما قدمه من جهد ، ورعاية و توجيه خلال إعداد هذه الأطروحة، حيث كان يسّدد ،ويصّوب ويرشد و يشجّع ،ولم يبخل عليّ بملحوظاته وتوجهاتـــه وتعاونه طيلة وقت إعداد الأطروحة ،فأسال الله العلي القدير له التوفيق،و طول العمر .

كما أقدم شكري الكبير إلى أعضاء لجنة المناقشة الأساتذة الأفاضل الـــدكتور ســـعيد الطراونة ،و الدكتور أحمد ملاوي ،والدكتور طالب عوض ، لما لهم من أياد بيضاءعلى البحث ، و الشكر كذلك موصول إلى كل من ساهم في إخراج هذه الأطروحة إلى النـــور ،و أخـــص بالذكر زملائي المهندس سفيان الشمايله ،و المهندسه رولا الجراجرة على جهديهما الدءوبين في توفير الأبحاث ،و الدراسات عن طريق الشبكة العنكبوتية .

وأرجو ختاماً أن ينفعني الله بهذا العمل ،و أن ينفع به الناس وأن يجعله خالصاً لوجهه تعـــالى إنه حسبي ونعم الوكيل .

راضي محمد العضايلة

فهرس المحتويات

الموضـــــــــوع	الصفحة
قرار لجنة المناقشة	ب
الإهداء	ج
شكر وتقدير	د
فهرس المحتويات	ه
قائمة الجداول	ز
قائمة الأشكال	ح
الملخص باللغة العربية	ط
الفصل الأول : الفصل التمهيدي	١
١-المقدمة	١
٢- مشكلة الدراسة	2
٣- أهمية الدراسة	٢
٤- أهداف الدراسة	3
٥- الدراسات السابقة	٤
٦- مميزات الدراسة	٦
٧- فرضيات الدراسة	٧
٨- منهجية الدراسة	٧
٩- مصادر الدراسة و بياناتها	٨
١٠-. نماذج الدراسة	٨
الفصل الثاني الإطار النظري للدراسة	٩
١- تعريف آليات الانتقال النقدي	٩
٢- نظرية كمية النقود الكلاسيكية و آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي	٩
٢-١- الأثر المباشر و غير المباشر لآلية الانتقال النقدي عند الكلاسيك	١٣
٣- النظرية النقدية الكينزية و آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي	١٥
٣-١ آلية الانتقال النقدي في الفكر الكينزي	١٦
٤- نظرية الكلاسيك الجدد(النقوديون) و آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي	١٧
٤-١ آلية الانتقال النقدي عند النقوديون	١٧
٥- قنوات انتقال الأثر النقدي	١٩
٥-١ أثر السياسة النقدية على جانب الطلب الكلي	١٩
٥-١-١ قناة سعر الفائدة	١٩
٥-١-٢ قنوات المجموعة الأولى – جانب الائتمان	٢١
٥-١-٢-١ قناة الميزانية	٢٢
٥-١-٢-٢ قناة الإقراض البنكي	٢٥
و	٢٧
٥-١-٣ قنوات المجموعة الثانية – قنوات أسعار الأصول	
٥-٢ أثر السياسة النقدية على جانب العرض الكلي- قناة التكاليف -	٣٣
الفصل الثالث : السياسة النقدية في الأردن.	٣٥
١- السياسة النقدية في الأردن	٣٨
١-١- تعريف السياسة النقدية	٣٥
١-٢- أهداف السياسة النقدية	٣٦
١-٣- السياسة النقدية في الأردن	٣٨
١-٤- تطور السياسة النقدية في الأردن	٣٩
١-٥- أهداف السياسة النقدية في الأردن	٤٠
١-٦- السياسة النقدية في الأردن و برامج التصحيح الاقتصادي	٤٢

١-٧- أدوات السياسة النقدية	٤٨
١-٨- أدوات السياسة النقدية في الأردن	٥١
الفصل الرابع : التحليل القياسي للآليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني	٥٥
١- تعريف متغيرات الدراسة	٥٥
٢- خصائص بيانات الدراسة	٥٦
٣- التحليل القياسي لقنوات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني	٦١
٣-١دور قناة سعر الفائدة في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن	٦١
٣-٢ قناة الإقراض البنكي	٧٠
٣-٣ قناة اسعار الأصول	٧٥
٣-٤ قناة سعر الصرف	٧٧
الفصل الخامس مناقشة النتائج و التوصيات	٨٠
١- النتائج	٨٠
٢- التوصيات	٨٧
المراجع	٩٨
الملخص باللغة الإنجليزية	١٠١

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
١	الأهداف الرقيمة لبرنـــامج التـــصحيح الاقتـــصادي الأول (١٩٨٩–١٩٩٣)	٤٥
٢	معدلات النمو المستهدفه في برنامج التصحيح الاقتصادي الثاني للفترة (١٩٩٢–١٩٩٨)	٤٦
٣	معدلات النمو الفعلية للناتج المحلي و التـــضخم و عـــرض النقـــد و التسهيلات الائتمانية (نسب مئوية)	٤٦
٤	معدلات النمو الفعلية و المستهدفة للناتج المحلي و التضخم و السيولة المحلية (نسب مئوية)	٤٧
٥	نتائج اختبار ديكي – فولر الموسع لتحديد مدى إستقرارية متغيـــرات الدراسة	٥٧
٦	نتائج اختبار السببية	٥٨
٧	اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة	٦١
٨	نتائج تحليل مكونات التباين في معدلات الفائدة في السوق المصرفي	٦٣
٩	نتائج تحليل مكونات التباين لكلاً من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي و معدل التضخم و عرض النقد	٦٧
١٠	تحليل التباين لكلاً من الناتج المحلي الإجمالي و حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من البنوك المرخصة و معدل التضخم	٧٠
١١	تحليل التباين لكلاً من الناتج المحلي الإجمالي و و معدل التضخم ، على إعتبار أن حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من البنوك المرخصة متغير خارجي	٧٣
١٢	نتائج تحليل مكونات التباين لكلاً من الناتج المحلي الإجمالي ،ومعدل التضخم و اسعارالأصول ممثلة بالرقم القياسي لسعار الأسهم	٧٦
١٣	نتائج تحليل مكونات التباين لكل من الناتج المحلي الإجمالي ، ومعدل التضخم و سعر الصرف	٧٨

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
١	دالة إستجابةردة الفعل معدلات الفائدة في السوق المصرفي لمعدل الفائدة على أدوات السياسة النقدية	٦٦
٢	دالة إستجابة ردة الفعل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ، معدل التضخم ، لمعدل الفائدة على أدوات السياسة النقدية ومعدلات الفائدة في السوق المصرفي.	٦٩
٣	دالة إستجابة ردة الفعل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ، لحجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من البنوك المرخصة للقطاع الخاص.	٧٢
٤	دالة إستجابة ردة الفعل لكلاً من الناتج المحلي الإجمالي و و معدل التضخم ، على إعتبار أن حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من البنوك المرخصة متغير خارجي	٧٤
٥	دالة إستجابة كلاً من الناتج المحلي و معدل التضخم لتغيرات اسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم	٧٧
٦	دالة إستجابة ردة الفعل لكلاً من الناتج المحلي و معدل التضخم لتغيرات سعر الصرف الحقيقي الفعال	٨٩

آليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني

إعداد

راضي محمد العضايلة

المشرف
الأستاذ الدكتور وديع شرايحة

ملخص

تهدف هذه الأطروحة إلى دراسة آليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني للفترة الممتده من الربع الأول من عام ١٩٩٣ إلى الربع الرابع من عام ٢٠٠٨ ، وذلك من خلال اختبار مدى فاعلية قنوات الانتقال النقدي في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية للبنك المركزي الأردني إلى النشاط الاقتصادي ، حيث تم دراسة القنوات التالية : قناة سعر الفائدة ،قناة الإقراض البنكي ،قناة أسعار الأصول و قناة سعر الصرف ، وذلك ببناء نماذج قياسية تحوي متغيرات تقيس مدى فاعلية القناة المراد دراستها في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية للبنك المركزي الأردني إلى النشاط الاقتصادي ، وقد تم ربط متغيرات النماذج القياسية بنموذج تصحيح الإخطأ (Vector Error Correction Model) ، و التي تم إختيارها بناء على النظرية الاقتصادية .

و قد أجرت الدراسة عدة اختبارات على متغيرات الدراسة كاختبار جذر الوحدة لاختبار إستقرارية المتغيرات حيث تبين أنها غير مستقرة بمستوياتها ، بينما كانت مستقرة بعد أخذ الفرق لها، كما تم إجراء اختبار جرينجر للسببية حيث بينت نتائج الاختبار أن هنالك علاقات سببية ثنائية الاتجاة بين بعض متغيرات الدراسة ، كما أن هنالك علاقات سببية أحادية الاتجاة بين بعضها الأخر ،وتثبت هذه النتائج الفرضيتين الأولى و الثانية للدراسة ، وهما أن كلاً من سعر الفائدة ،و حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص يلعبان دوراً كبيراً في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدي في الاقتصاد الأردني. .

و قامت الدراسة بتحليل مكونات التباين لمتغيرات الدراسة لمعرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسة ،والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في

المتغيرات الأخرى ، حيث تبين أن التغيرات في معدل الفائدة على أدوات السياسة النقدية تفسر التغيرات في معدلات الفائدة في السوق المصرفي ، كما أن التغيرات في حجم التسهيلات الائتمانية تفسر بشكل قوي التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي ، و قد تم إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل، والتي تعمل على تتبع المسار الزمني لمختلف الصدمات المفاجئة ، التي تتعرض لها المتغيرات المختلفة في نموذج VECM ، حيث تعكس كيفية استجابة كل متغير من متغيرات النموذج لصدمه عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد، حيث كانت النتائج مؤيده لنتائج اختبار تحليل مكونات التباين .

و قد خلصت الدراسة إلى ضرورة استهداف معدلات الفائدة قصيرة الأجل كأهداف تشغيلية للتأثير على الأهداف الوسطية ،و المتمثلة بمعدلات الفائدة في السوق المصرفي و حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة لنقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن إلى الأهداف النهائية ،و المتمثلة بالناتج المحلي الإجمالي .

الفصل الأول

الفصل التمهيدي

١ - المقدِّمة :

يحتل النقد أهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، لما يقوم به من توسيع لنطاق المعاملات، والقضاء على صعوبات المقايضة، فضلاً عن تسيره لمختلف الأنشطة الاقتصادية سواء المحلية منها أم الدولية، إذ يُعَدُّ النقد متغيراً اقتصادياً مهماً له تأثيراته المختلفة على الحياة الاقتصادية في معظم الأنظمة الاقتصادية، حيث تبرز أهميته في النظام الرأس مالي بدوره فيما يعرف بآلية الأسعار، أو جهاز الثمن، حيث يمثل الوسيط الذي عن طريقة يقوم جهاز الثمن بمباشرة وممارسة دوره في الحياة الاقتصادية .

و تتجلى أهمية النقد في النظام الاشتراكي بكونه وسيلة للسيطرة على الإنتاج و توجيه وتوزيعه بما يتناسب و الأهداف الموضوعة له في الخطط القومية، وذلك لتسهيل الإنتاج وتوزيع السلع والخدمات وخاصة الاستهلاكية منها.

من هنا فإن انتهاج سياسة نقدية معينة دون غيرها يعتمد على مدى تأثير هذه السياسة على النشاط الاقتصادي، وقدرتها على تحقيق الأهداف الموضوعة، كالتأثير في المتغيرات الاقتصادية النهائية كالنمو الاقتصادي ،التضخم ،البطالة و الاستقرار النقدي، لذا نجد أن البنوك المركزية تارة تتبنى سياسة نقدية توسعية و تارة آخرى نجدها تتبنى سياسة نقدية متشددة، وذلك بما يتفق و الأهداف المراد تحقيقها .

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية المحلية إلى النشاط الاقتصادي ،حيث سيتم تجزئتها إلى خمسة فصول دراسية ، يتناول الفصل الأول منها الإطار العام للدراسة من حيث أهدافها ، أهميتها ، فرضياتها ،و منهجيتها ، في حين يعالج الفصل الثاني منها الإطار النظري للدراسة، حيث يتم استعراض أهم النظريات الاقتصادية التي ناقشت آليات انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية .

أما الفصل الثالث فقد تم تخصيصه لمناقشة السياسة النقدية و الجهاز المصرفي في الأردن، و يعنى الفصل الرابع في التحليل القياسي للآليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني، وستتم مناقشة أهم النتائج و التوصيات في الفصل الخامس .

٢- مشكلة الدراسة:

يعاني الاقتصاد الأردني من مشاكل اقتصادية تتمثل، بالتضخم، والبطالة، والمديونية....إلــخ ويسعى واضعو السياسة الاقتصادية ،ومتخذو القرار إلى حل هذه المشاكل الاقتــصادية أو علــى الأقل التخفيف ،والتقليل من حدتها وأثرها على الاقتصاد الوطني، وذلــك بانتهــاج الــسياسات الاقتصادية المختلفة، و التي من ضمنها السياسة المالية والسياسة النقدية .

وتعنى هذه الدراسة بدراسة آليات نقل الأثر النقدي للسياسة النقديــة فــي الأردن إلــى النشاط الاقتصادي ، إذ يبين الأدب الاقتصادي وجــود علاقــة بــين الــسياسة النقدية،والنــشاط الاقتصادي ، حيث تؤثر السياسة النقدية بشكل غير مباشر في النشاط الاقتصادي ، والأهــداف النهائية، كاستقرار المستوى العام للأسعار، وإستقرار سعر الصرف، والتخفيف من حدة البطالــة، وذلك من خلال تأثيرها على الأهداف الوسيطة، والتي تتمثل في حجم الائتمان، ســعر الفائــدة، وعرض النقد، والتي بدورها تنقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، مما يعنــي وجــود قنوات متعددة لنقل تأثير السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، ومن ثمَّ إلى الأهداف النهائيــة، **من هنا فإن الدراسة** ستحاول الإجابة عن التساؤلات التالية:

١- ما القناة أو القنوات المثلى لانتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية المحلية إلى النــشاط الاقتصادي في الأردن؟

٢- ما الدور الذي يلعبه حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخــصة للقطاع الخاص في آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية المحلية إلى النشاط الاقتصادي في الأردن؟

١- ما الدور الذي يلعبه يلعب سعر الفائدة في آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقديــة المحلية إلى النشاط الاقتصادي في الأردن؟

٣- أهمية الدراسة :

يكاد يكون هنالك اتفاق في الأدب الاقتصادي حول أهمية، ودور الــسياسة النقديــة فــي التأثيرعلى النشاط الاقتصادي إلا إن كيفية انتقال هذا الأثر إلى النشاط الاقتصادي ما يزال موضع خلاف وجدل بين الاقتصاديين، و تتضح أهمية هذه الدراسة من خلال محاولتهــا تحديد القناة أو القنوات المثلى لانتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية المحلية إلــى النــشاط الاقتصادي في الأردن.

٤- أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية :

١- دراسة آليات انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي ، وذلك بهدف تحديد القناة، أو القنوات المثلى لانتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية المتخذة من قبل البنك المركزي الأردني إلى النشاط الاقتصادي في الأردن .

٢- دراسة دور سعر الفائدة في آلية انتقال الأثر النقدي في الاقتصاد الأردني.

٣- دراسة دور حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص في آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية المحلية إلى النشاط الاقتصادي في الأردن؟

٤- دراسة دور سعر الصرف في آلية انتقال الأثر النقدي في الاقتصاد الأردني .

٥- دراسة دور اسعار الأصول في نقل أثر السياسة النقدية المحلية إلى النشاط الاقتصادي

٥ - الدراسات السابقة:

هنالك الكثير من الدراسات التي حاولت تحليل أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي سواء على مستوى الاقتصاد الدولي ، أم على مستوى الاقتصاد المحلي، وتالياً سيتم استعراض أهم هذه الدراسات :

أ- **دراسات على مستوى إقتصاديات الدول المتقدمة وآخرى نامية غير الأردن.**

درس Brooks في عام2007 قناة الائتمان في تركيا و طرح تساؤلاً حول قدرة هذه القناة على نقل الأثر النقدي في تركيا ،حيث بينت الدراسه أن البنوك تستطيع أن تلعب دوراً مهماً في آلية انتقال الأثر النقدي في تركيا خاصة ،وأن سيولة البنك كانت ذات أثر معنوي على عرض التسهيلات الائتمانية في تركيا، مما يعني أن الأثر النقدي يمكن أن ينتقل عبر القطاع المصرفي في تركيا معتمداً على وضع السيولة فيه ،وقد خلصت الدراسه إلى أن حجم البنوك لا يلعب دوراً مهماً في آلية الانتقال النقدي .

كما درس كل منAl Mashat& Billmeier في عام 2006، آلية انتقال الأثر النقدي في مصر على خلفية توجه البنك المركزي المصري تبني سياسه نقديه تستهدف التضخم، حيث قدمت الدراسه استعراضاً نظرياً لقنوات انتقال الأثر النقدي ،و خلصت الدراسه إلى أن قناة سعر الصرف تلعب دوراً قوياً في نقل أثر الصدمه النقديه إلى الناتج المحلي والأسعار في حين كانت القنوات الآخرى كقناة الائتمان، وقناة أسعار الأصول أقل تأثيراً ومقدرة على نقل الأثر النقدي في مصر.

أما كل من Maino and Horvath فقد درسا في عام 2006 آلية انتقال الأثر النقدي في Belarus باستخدام نموذج VAR وبينت الدراسة أن قناتي سعرالصرف وسعر الفائدة ذات أثر معنوي في نقل الأثر النقدي في Belarus وبشكل أكبر من قناة الإقراض المصرفي والأسواق المالية.

في حين درس كل من Floerkemeier and Dabla في دراستهما عام 2006 آلية الانتقال الأثر النقدي في أرمينا في ظل توجه البنك المركزي الأرميني إلى تبني سياسة استهداف التضخم في المدى المتوسط، وخلصت الدراسة إلى أن امكانية تأثير السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي ما زالت محدودة، حيث مازالت قناة سعر الفائدة ضعيفة كما بينت الدراسة أن قناة سعر الصرف لها تأثير قوي على معدل التضخم.

و درس Golodniuk في عام 2006 قناة الإقراض البنكي في أوكرانيا حيث استخدمت الدراسة Panel Data من ميزانيات البنوك الأوكرانية لتقدير مدى استجابة سياسة الإقراض البنكي لتغيرات السياسة النقدية للحقبة (1998-2003) حيث تم تصنيف البنوك حسب حجم موجوداتها ورأس مالها وسيولتها وذالك من أجل تحديد فيما إذا كانت استجابة سياسة الإقراض البنكي تعتمد على قوة البنك، وقد خلصت الدراسة إلى أن البنوك الصغيرة أكثر تأثراً بتغيرات السياسة النقدية .

أما Fatmir el at فقد هدفوا في دراستهم عام 2005 إلى دراسة آلية انتقال الأثر النقدي في جمهورية مولدافيا حيث قامت الدراسة بتحليل العلاقات التوازنية طويلة الأجل والتأثيرات قصيرة الأجل ما بين مستوى الأسعار، والإنتاج ،وقنوات الانتقال الأثر النقدي كسعر الصرف،سعر الفائدة، عرض النقد، وقد خلصت الدراسة إلى أن لتغيرات عرض النقد وسعر الصرف تأثيرات قوية على الأسعارالمحلية ، وأكثر من تأثير سعر الفائدة.

في حين بين Juks في عام 2004 أهمية قناة الإقراض المصرفي في أستونيا، حيث تبين مدى اعتمادية المقترضين في أستونيا على البنوك ، و قد خلصت الدراسة إلى وجود قناة الإقراض البنكي في أستونيا بالنسبة إلى البنوك الصغيرة والمتوسطة حيث كان تأثير السياسة النقدية الانكماشية على البنوك الكبيرة وذات الرأس مال الكبير محدوداً.

أما Barcelo في عام2004 ،فقد هدف في دراسته إلى تحديد دور الائتمان البنكي في آلية انتقال الأثر النقدي في أسبانيا ،حيت تبين أن السياسة النقدية الانكماشية تؤثر على منحنى عرض التسهيلات الائتمانية بالنسبة للبنوك الصغيرة، وذلك بعد أن قامت بالتميز بين البنوك على أساس حجم موجوداتها ورأس مالها، كما هدف Cavwsojlu في دراسته في عام 2003

إلى اختبار وجود قناة الإقراض البنكي في الاقتصاد التركي، حيث شملت عينة الدراسة (58) بنكاً عاملاً في الجهاز المصرفي التركي للحقبة(1988-1999) ،حيث استخدمت الدراسة Panel Data ،وطريقة التقدر GMM وخلصت الدراسة إلى عدم وجود قناة إقراض بنكي في الاقتصاد التركي، كما إن السلوك الإقراضي للبنوك التركية يتأثر بعوامل خاصة بالبنك نفسة أكثر من السياسة النقدية كقوة ميزانية البنك وجودة محفظة الأصول الخاصة بالبنك.

كما درس كل من Morsink and Bayoumi في عام 2001 آلية انتقال الأثر النقدي في اليابان باستخدام نموذج VAR ،حيث بينت نتائج الدراسة أن كل من السياسة النقدية ،وميزانية البنوك يعدّان مصدراً مهماً للصدمة، حيث تبين أن البنوك تلعب دوراً مهماً في نقل الصدمات النقدية في النشاط الاقتصادي ،حيث إن المنشآت والأفراد لم يكونوا قادرين على إستبدال الإقتراض من البنوك بالإقتراض من المصادر الآخرى، كما أظهرت النتائج أن استثمار قطاع الأعمال حساس جداً للصدمة النقدية، بينما قام Giavazzi and.Favero في عام 1999 بمسح للتطور الأخير في آلية الانتقال النقدي وتحديد الوظائف للقنوات المختلفة، وتحديد مدى الارتباط بين القنوات المختلفة لنقل الأثر النقدي والأسعار والنشاط الاقتصادي.

في حين درس كل من Levy and Halikias في عام 1997 آلية انتقال الأثر النقدي في فرنسا في ظل سياسة استهداف سعر الصرف ، حيث استخدمت الدراسة نموذج VAR كما تم تجزئة سعر الفائدة إلى خارجي وداخلي ، حيث تبين أن سعر الفائدة الخارجي ذا أثر معنوي على النشاط الاقتصادي، بينما لم يكن سعر الفائدة الداخلي ذا أثر يذكر، كما حاولت الدراسة تحديد القنوات الرئيسة لنقل الأثر النقدي على النشاط الاقتصادي في فرنسا ، حيث درست أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي، من خلال دراسة الأهداف الوسيطية للسياسة النقدية.

ب- دراسات على مستوى الاقتصاد الأردني :

هنالك الكثير من الدراسات التي حاولت تحليل أثر السياسة النقدية المحلية على النشاط الاقتصادي في الأردن فقد هدف ملأوي في دراسته عام 2004 إلى استقصاء أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي خلال الحقبة (1970-2000) وذلك من خلال إستخدام نموذج VAR بمتغيري الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وعرض النقد، وبينت نتائج الدراسة أن عرض النقد يؤثر أيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وأن تأثير السياسة النقدية أكبر من تأثير السياسة المالية.

و بين الهنداوي في دراسته عام 2001 أن حجم التسهيلات الائتمانية والعرض النقدي (M2) قادران على نقل الأثر النقدي إلى القطاع الحقيقي، وأوصت الدراسة بضرورة الاعتماد على حجم التسهيلات الائتمانية وعرض النقد كأهداف وسيطه لنقل الأثر النقدي في الأردن .

أما الرفاعي والوزني فقد هدفا في دراستهما في عام 1997 إلى تحليل فاعلية السياستين المالية والنقدية على النشاط الاقتصادي في الأردن خلال الحقبة (1968-1993) حيث استخدم الباحثان نموذج سانت لويس للتعرف على أهمية هاتين السياستين في الأردن، واستخدمت الدراسة المتغيرات التالية: الناتج القومي، عرض النقد، إجمالي الإنفاق العام والميزان التجاري،وخلصت الدراسة إلى أن السياسة المالية أكثر فاعلية من السياسة النقدية في الاقتصاد الأردني ،و درس عوض في عام 1995 فاعلية السياسة النقدية والسياسة المالية في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي في الأردن خلال الحقبة (1978-1992) باستخدام بيانات ربعية واستخدمت الدراسة نموذج سانت لويس لقياس فاعلية تأثير السياستين النقدية والمالية ،حيث كانت المتغيرات المستخدمة ، الناتج القومي الإجمالي، الإنفاق الحكومي ،أو الأيرادات الحكومية وعرض النقد، وبينت نتائج الدراسة أن السياسة النقدية تؤثر بشكلٍ أيجابي على النشاط الاقتصادي، بينما كان تأثيرالسياسة المالية على النشاط الاقتصادي هامشياً .

أما ناصر فقد هدف في دراسته عام 1991 إلى دراسة أثر السياسة النقدية على مستوى النشاط الاقتصادي في الأردن خلال الحقبة (1970-1988) ،حيث طبقت هذه الدراسة نموذج سانت لويس الرياضي على الاقتصاد الأردني،وذلك لقياس أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي ،وذلك باستخدام متغير الناتج القومي الإجمالي كممثل للنشاط الاقتصادي في الأردن، والأيرادات الحكومية ،والانفاق الحكومي كمتغير يمثل السياسة المالية ،وعرض النقد كمتغير يمثل السياسة النقدية، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن تأثير المتغيرات النقدية على النشاط الاقتصادي أكبر،وأسرع منه في المتغيرات المالية، كما أن للسياسة النقدية أثراً أيجابياً وكبيراً على الناتج القومي الإجمالي.

٦- مميزات الدراسة:

تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات التي أُجريت على الاقتصاد الوطني بمنهجيتها القياسية ، حيث استخدمت نموذج تصحيح الأخطاء VECM في تحليل آليات الانتقال النقدي في الاقتصاد الأردني ، فضلاً عن إجرائها الكثير من الاختبارات كاختبار استقرارية المتغيرات و اختبار السببية و التكاملية ، حيث تخلو الدراسات السابقة من مثل هذه الاختبارات على حد علم الباحث ، ، كما تتميز باستعراضها النظري للآليات الانتقال

النقدي في الأدب الاقتصادي ،حيث بينت الدراسة وجهات النظر المختلفة للنظريات الاقتصادية سواء الكلاسيكية ، أو الكينزية ، النقودية في تفسير أليات الانتقال النقدي للسياسية النقدية ، و الذي لم نجده في الدراسات السابقة ،حيث كانت هذه الدراسات تتناول جزئية واحدة من آليات الانتقال النقدي،دون التطرق لبقية آليات الانتقال النقدي .

٧- فرضيات الدراسة:

لغايات تحقيق أهداف الدراسة سيتم اختبار الفرضيات الرئيسة التالية:

١- يلعب سعر الفائدة دوراً مهماً في آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية على النشاط الاقتصادي ،مما يدل على وجود قناة سعر الفائدة كقناة ناقلة للأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن .

٢- يلعب حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص دوراً مهماً في آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية المحلية إلى النشاط الاقتصادي في الأردن ،مما يدل على وجود قناة الإقراض البنكي ، كقناة ناقلة للأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن.

٣- لا تلعب أسعار الأصول دوراً مهماً في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن، مما يدل على ضعف قناة أسعار الأصول كقناة ناقلة للأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن.

٤- لا يلعب سعر الصرف دوراً مهماً في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن، مما يدل على ضعف قناة سعر الصرف كقناة ناقلة للأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن.

٨- منهجية الدراسة:

ستعتمد الدراسة في تحقيق أهدافها على كل من الأسلوب الوصفي ،والأسلوب التحليلي القياسي ، حيث سيتم تحليل الإطار النظري لآليات انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية على النشاط الاقتصادي ، وذلك باستعراض النظريات الاقتصادية المختلفة التي تفسر آليات الانتقال النقدي كالنظرية الكلاسيكية، و النقدية، والكنيزية ، كما سيتم استعراض قنوات انتقال الأثر النقدي، فضلاً عن استعراض الجهاز االمصرفي الأردني والسياسة النقدية المحلية.

في حين سيكون الأسلوب القياسي في هذه الدراسة هو تحليل السلاسل الزمنية، وذلك باستخدام نموذج تصحيح الأخطاء VECM لدراسة آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية على النشاط الاقتصادي،حيث يعد نموذج تصحيح الأخطاء VECM من الأساليب القياسية الحديثه التي تدرس طبيعة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية

،ويتناسب مع طبيعة الدراسة ، و سيتم تطبيق نموذج الدراسة على بيانات ربع سنوية للفترة (١٩٩٣-٢٠٠٨)، حيث سيتم إجراء الاختبارات التالية: اختبار جذر الوحدة لقياس مدى ستقرارية متغيرات الدراسة، اختبار جرينجر للسببية، اختبار تحليل مكونات التبأين، وذلك من أجل التعرف على مقدار التبأين في التنبؤ لكل متغير، والذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسة ،والمقدار الذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات التوضيحية الآخرى في نموذج تصحيح الأخطاء VECM،اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل، والتي تعمل على تتبع المسار الزمني لمختلف الصدمات المفاجئة ، والتي تتعرض لها المتغيرات المختلفة في نموذج تصحيح الأخطاء VECM ، حيث تعكس كيفية استجابة كل متغير من متغيرات النموذج .

٩- مصادر الدراسة و بياناتها :

اعتمدت الدراسة كلا من التحليلين النظري ،و القياسي ،و لتغطية الجانب النظري فقد لجأت الدراسة إلى الاستعانة بالمصادر العربية ،والأجنبية من كتب ،و أبحاث ، أما البيانات اللازمة لعملية التحليل القياسي، فقد تم توفيرها من نشرات، و تقارير البنك المركزي الشهرية ،و الأعداد الخاصة بعد أن تم معالجتها ،بما يتناسب مع أهداف الدراسة.

١٠- نموذج الدراسة :

لغايات تحقيق أهداف هذه الدراسة سيتم بناء نموذج قياسي يحتوي على متغيرات تم اختيارها بناء على العلاقات الاقتصادية المتبادلة فيما بينها وفقاً لللنظرية الاقتصادية، ووفقاً للدراسات السابقة التي أجريت حول الموضوع لدراسة القنوات التالية : قناة سعر الفائدة، قناة الإقراض المصرفي، قناة أسعار الأصول، قناة سعر الصرف، و سيتم الربط بين هذه المتغيرات ،بنموذج نموذج تصحيح الأخطاء VECM مكون من عدة متغيرات تقيس مدى فاعلية القناة المراد دراستها في نقل الأثر النقدي في الاقتصاد الأردني .

الفصل الثاني

آليات الانتقال النقدي

١- تعريف آلية الانتقال النقدي:

تعرف آلية الانتقال النقدي بأنها الآلية التي تنقل أثر تغيرات أدوات السياسة النقدية كسعر الفائدة قصير الأجل، و القاعدة النقدية إلى المتغيرات الوسيطة كالائتمان المحلي، و عرض النقد، ومن ثم إلى الأهداف النهائية كالناتج المحلي،و مستوى التوظيف (Aiberto ,1992) كما تعرف بأنها الطريقة التي تصف تأثير السياسة النقدية على الطلب الكلي و الأسعار من خلال تأثير االسياسة النقدية على القرارات الاستهلاكية و الاستثمارية للشركات و القطاع العائلي ،(Dabla and Floerkemeier ,2005)) ، و يقصد بهايضاً تلك الآلية التي تبين تأثير كلاً من عرض النقد الاسمي و أسعار الفائدة الاسمية على المتغيرات الحقيقية النهائية كالناتج الكلي ومستوى التوظيف (Ireland, 2005).

يتضح مما سبق أن معظم وجهات النظر حول تعريف آلية الانتقال النقدي تتشارك في كونها آلية لنقل أثر السياسة النقدية إلى المتغيرات الحقيقية كالناتج، و مستوى التوظيف بإستثناء التعريف الثاني الذي رأى أن لها تأثير على الأسعار، و بالتالي لا يوجد ما يسوِّغ الاستطراد في هذا الجانب.

ومن المعلوم أن الأدبيات الاقتصادية تتفق على أن هنالك أثراً للسياسة النقدية على النشاط الاقتصادي، ،و بالرغم من هذا الإتفاق إلا أنه يوجد اختلاف في وجهات النظر بين مختلف النظريات الاقتصادية حول كيفية ،و آلية انتقال هذا الأثر إلى النشاط الاقتصادي ، الأمر الذي نتج عنه ظهور قنوات متعددة لتفسيرآلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي والاستعراض التالي يوضح ذلك .

٢- نظرية كمية النقود الكلاسيكية وآلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي .

يعتقد إقتصاديو الكلاسيك أن النمو الاقتصادي يتم تلقائياً، ودون حاجة إلى تدخل الدولة لاعتقادهم بعدم إمكانية حدوث بطالة على مستوى الاقتصاد ،و أن التوازن يتحقق عند مستوى التشغيل الكامل ، حيث يستند النموذج الكلاسيكي إلى قانون سأي (Say) والذي ينص على أن العرض يخلق الطلب المساوي له بمعنى عدم وجود فائض طلب أو فائض عرض .

كما يعتبر ّ اقتصاديو الكلاسيك أن دور النقود في النشاط الاقتصادي يكون حيادياً ،حيث يقتصر أثر التغيرات التي تحدث في كمية النقود على إحداث تغيرات مماثلة في قيمة النقود الحقيقية ،أوالقوة الشرائية للنقود ، وهذا يؤدي إلى نتيجة مؤداها أن الزيادة أو النقصان في كمية النقود تسبب ارتفاعاً أو انخفاضاً في المستوى العام للأسعار ،لذا فإن النقود حسب المفهوم الكلاسيكي ما هي إلا وسيلة مبادلة.

إن آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية عند الكلاسيك يمكن بيانها من خلال النظرية الكمية للنقود ،حيث تهدف هذه النظرية إلى تفسير ،و شرح العوامل التي تحدد المستوى العام للأسعار والأسباب التى تؤدي إلى التغير في قيمة النقود ،حيث تبين هذه النظرية أن المستوى العام للأسعار،أو قيمة النقود يتوقف أو تتوقف على التغير في كمية عرض النقود، حيث يتناسب المستوى العام للأسعار تناسباً طردياً مع كمية عرض النقود ،وبالتالي فإن قيمة النقود تتناسب تناسباً عكسياً مع التغير في كمية عرض النقود ، أي إن كمية عرض النقود تؤدي إلى تغيرات طردية متناسبة مع المستوى العام للأسعار ،و إلى تغيرات متناسبة عكسياً مع قيمة النقود (Kumar,2002).

ويمكن عرض النظرية الكمية للنقود من خلال طريقتين أو منهجين ،وهما طريقة المعاملات و تمثلها صيغة فيشر ،و طريقة الأرصدة النقدية و تمثلها صيغة كامبردج ،وتالياً استعراض مختصرٌ لهاتين الطريقتين :

الطريقة الأولى : طريقة المعاملات – صيغة فيشر:

قدم الاقتصادي أمريكي البروفسور أرفنج فيشر،وهو في كتابه القوة الشرائية للنقود و الذي تم نشره في عام ١٩١١ شرحاً لميكانيكية العلاقة التي تحدد المستوى العام للأسعار.

و ذلك على النحو التالي :

$$MV = PT \ldots\ldots\ldots (1)$$

أو

$$P = MV/T$$

حيث إن :

M : هي الكمية الكلية المعروضة من النقود ما عدا النقود المصرفية.

V : هي سرعة دوران النقود .

P : هو المستوى العام للأسعار.

T : هو الحجم الكلي للمبادلات .

حيث يعتبر فيشر أن كلاً من (V) و (T) ثوابت في الفترة القصيرة، و عليه فإن معادلة التبادل أعلاه تعني أن كمية النقود المعروضة تحدد المستوى العام للأسعار ،أو بعبارة أكثر دقة إن المستوى العام للأسعار يتغير بنفس نسبة تغير كمية عرض النقد و في الإتجــاه نفــسه ، و الجدير بالذكر أن (M) في معادلة التبادل أعلاه تعني فقط النقود القانونية و التي تشمل النقود المعدنية و الورقية و لا تشمل النقود المصرفية أو الودائع المصرفية ،و قد عدل فيشر معادلتــه ليضمنها نقود الودائع ،فأضاف إليها (M^1) و التي تعني الودائع تحت الطلــب لــدى البنــوك – النقود المصرفية – و(V^1) لتمثل سرعة دورانها (T.T.Sethi,1996)، وعليه فقد أصبحت معادلة التبادل بعد التعديل على النحو الأتي:

$$MV + M^1V^1 = PT \ldots\ldots\ldots (2)$$

أو

$$P = (MV + M^1V^1) / T$$

تبين المعادلة (٢) أن المستوى العام للأسعار، هو دالة في كمية النقود ،حيث يتحــدد المستوى العام للأسعار من خلال العوامل التالية:

١- كمية النقود الموجودة في التداول (M) و سرعة دورانها (V)

٢- حجم النقود المصرفية (M^1) و سرعة دورانها (V^1)

٣- حجم المعاملات (T)

حيث إن المستوى العام للأسعار يتغير طردياً مع M ، V، M^1 وV^1، و يتغير عكسياً مع T ، وبالتالي فإن المستوى العام للأسعاريتغير طردياً مع تغير كمية النقــود ،لهــذا فــإن الفكرة الرئيسة التي سعى فيشر إلى إقرارها من خلال معادلة التبادل الــسابقة كانــت فــي أن المستوى العام للأسعار ،هو دالة في كمية النقود فقط، وأن التغير في كمية النقود هي المحــدد الرئيس الذي يؤثر في المستوى العام للأسعار ،وقد بنى فيشرنظريته تلك على عدة فرضــيات منها :

١- إن المستوى العام للأسعار، هو عامل سلبي (Passive element) ، أي إنه لا يتغيــر مــن تلقاء نفسه ،و إنما يتحدد بوساطة عوامل آخرى .

٢ - إن حجم المعاملات عامل مستقل؛ أي لا يتأثر بتغيرات كمية النقود ،أو تغيرات أي عامل آخر في المعادلة ،وإنما يتأثر بالموارد الطبيعية كالتغير التكنولوجي و عدد السكان .....الخ .

٣- إن سرعة دوران النقود هي أيضاً عامل مستقل؛ أي إنها لا تتأثر بتغيرات كمية النقود ،أوبتغيرات أي عامل آخر في المعادلة ،وإنما تتأثر بعوامل خارجية مثل عادات السداد ،كثافة السكان ومدى تطور المواصلات .

٤- إن النسبة ما بين M و M^1 ثابتة و لا تتغير.

ومما يجدر ذكره أن نظرية فيشر قد تعرضت لعدة انتقادات ،خاصة فيما يتعلق بالفروض التي قامت عليها ، إلا أن أهم إنتقاد وجه لها كان باعتبارها نظرية رياضية تبين أن الكمية المدفوعة تساوي الكمية المستلمة ، وليست نظرية تحليلة ، فهي تفسر الخطوات النهائية لارتفاع المستوى العام للأسعار، و لا تقدم تفسيراً للكيفية التى تؤدي بها التغيرات في كمية النقود إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار ،و الجدير بالذكر أن فيشر لم يقدم سوى متطابقة رياضية فسر من خلالها العلاقة ما بين كمية النقود ،و المستوى العام للأسعار في ظل فروض معينة كانت موضع انتقاد شديد من قبل الكثير من الاقتصاديين ،وعلى رأسهم الكينزيين.

الطريقة الثانية : طريقة الأرصدة النقدية – صيغة كامبردج:

نتيجة لما تعرضت له نظرية فيشر في تفسير النظرية الكمية للنقود من انتقاد شديد فقد ظهرت نظرية بديلة على أيدي أساتذة من جامعة كامبردج عرفت بأسم نظرية الأرصدة النقدية ، حيث تم التأكيد على وظيفة النقود كمخزن للقيمة بدلاً من وظيفتها كوسيط في عملية التبادل ، وفقاً لهذه النظرية،وفي ظل الافتراضات الرئيسة للتحليل الكلاسيكي ،و المتمثلة بالتوظيف الكامل ، ثبات حجم الإنتاج ،وسيادة المنافسة الكاملة ، فإن قيمة النقود و المستوى العام للأسعار تتحدد أو يتحدد من خلال طلب وعرض النقود ،حيث تتحدد قيمة النقود في أى وقت عند المستوى الذي يتساوى عنده الكمية المطلوبة من النقود مع الكمية المعروضة منها.

لذا فإن التغير في قيمة النقود، إنما يعود إلى حدوث تغير في الكمية المطلوبة أو المعروضة من النقود ،أو حدوث تغير في كليهما ، أي إن العلاقة ما بين كمية النقود ،و المستوى العام للأسعار هي علاقة غير مباشرة إذ يتحدد المستوى العام للأسعار بناء على التوازن ما بين عرض النقد ، والذي تحدده السلطات النقدية ،و الطلب على النقود ،و المتمثل في النسبة التي يحتفظ بها أفراد المجتمع كأرصدة سائلة من دخولهم ،فزيادة عرض النقد ستخل بالتوازن بين عرض النقد و الطلب عليه ، و حتى نعود لوضع التوازن فإن الأفراد سيزيدوا من إنفاقهم على السلع و الخدمات ،وهذا سيؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار .

٢-١ الأثر المباشر و غير المباشر لآلية الانتقال النقدي عند الكلاسيك :

بناء على ماتقدم فإن النظرية الكمية للنقود لدى الكلاسيك تفضي إلى أن كمية النقود و المستوى العام للأسعار يسيران بالاتجاه نفسه، و أن تأثير التغير في كمية النقود قد يكون مباشراً كما بين فيشر من خلال معادلته، و تركيزه على جانب عرض النقود وافتراضه أن النقود تستخدم كوسيلة للتبادل ،أو قد يكون التأثير غير مباشر حيث ينتقل أثر التغير في كمية النقود إلى المستوى العام للأسعار نتيجة لاختلال التوازن ما بين عرض النقد و الطلب عليه ، وتالياً سيتم استعراض هذين الأثرين بشيء من التفصيل :

أولا : الأثر المباشر لآلية الانتقال النقدي عند الكلاسيك:

لقد عرفت آلية التأثير المباشر للسياسة النقدية منذ أيام الاقتصادي Cantillon في عام ١٧٣٤ و الاقتصادي Hume في عام ١٧٥٢ (طاهر ،خليل، ٢٠٠٦،) ،و توضح هذه الآلية أنه ، إذا زاد عرض النقد ، في حين بقي حجم السلع الممكن تبادلة مع النقد ثابت ، فإن المزيد من النقود ستطارد نفس الحجم من السلع، و بالتالي فإن أسعار السلع سترتفع بالضرورة و تستمر الأسعار بالارتفاع حتى تتساوى مع الزيادة في كمية النقد ، فإذا ما تم مضاعفة عرض النقد فإن ذلك سيؤدي إلى انتقال عرض النقد إلى اليمين ، و سيتبعه منحى الطلب على النقود ،و بالتالي سيتم الانتقال إلى نقطة توازن جديدة،**و السؤال الذي يُثار مالذي حصل جراء مضاعفة عرض النقد ؟**

إن مضاعفة عرض النقد (كمية النقد)، قد ولدت عرضاً نقدياً زائداً ،و نتيجة لذلك بدأت الأسعار بالارتفاع ، بسب تولد طلب زائد على السلع نتيجة لعرض النقد الزائد ،و تستمر الأسعار بالارتفاع حتى يزول عرض النقد الزائد ، و الطلب الزائد على السلع ،و عندها تكون الأسعار قد تضاعفت ،حيث يكون الاقتصاد قد انتقل إلى نقطة توازن أدنى من نقطة التوازن السابقة.

و إذا ما تم تكرار هذه العملية أي زيادة عرض النقد ، فإن الأسعار سترتفع مرة آخرى حتى يتساوى عرض النقود مع الطلب عليها ،و عندها يكون الاقتصاد قد إنتقل مره آخرى إلى نقطة توازن جديدة وهي أدنى من نقطتي التوازن السابقتين ، و تكون الأسعار قد تضاعفت مره آخرى في حين بقى الرصيد الحقيقي، كما هو و لم يتأثر بتغيرات عرض النقد بمعنى إن الزيادة في عرض النقد أدت إلى مضاعفة الأسعار فقط ،و لم تؤثر على القطاع الحقيقي ، و بالتالي وحسب هذا التحليل فإن النقود ينحصر تأثيرها على المتغيرات الاسميه

فقط ، و لا تـؤثر بالنـشاط الاقتـصادي الحقيقـي ، وهـذا مـا يـسمى بحيادية النقـود (Mervyn,2000).

ثانياً : **الأثر غير المباشر لآلية الانتقال النقدي عند الكلاسيك:**

تنسب آلية نقل الأثرالنقدي غير المباشر للسياسة النقدية إلى الاقتصادي ثورنتـون سـنة ١٨٠٢و الذي كان قد عرضها في **An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper of Great Britain** حيث يعدّ أول من ربط بين كمية النقد ، و مستوى الأسعار بوساطة معدل فائدة التسهيلات الائتمانية ، و قد أخذ بهذه الآلية اقتصاديون آخرون مثل الاقتصادي ريكاردو ،و الاقتصادي السويدي فيكسل الذي قام بتطوير تلك العلاقة من خلال نظريته في الفائدة و التي تعتمد على معدلين: المعدل السوقي، و المعدل الطبيعي (Mervyn,2000) .

تتمثل هذه الآلية ، و التي تربط النقد بالأسعار في أنه لا يمكن أن يتحقق توازن فـي أي اقتصاد يتضمن أصولاً غير نقدية إلا إذا كان معدل الفائدة في أسواق رؤوس الأموال مـساوياً لمعدل ربحية رأس مال في أسواق السلع (حسن ،٢٠٠٦) وتتم هذه الآليـة ضـمن سـوقي التسهيلات الائتمانية والنقود ،و على النحو الآتي :

أولاً : سوق التسهيلات الائتمانية:

تبدأ هذه الآلية في سوق التسهيلات الائتمانية ،ومن ثم تنتقل إلى سوق النقـود ، فـإذا حدثت زيادة في الكتلة النقدية فإن جزء من هذه الزيادة سوف يتم أيداعه لدى البنوك مما يولـد لديها أرصدة نقدية فائضة تؤدي إلى زيادة في عرض الأموال المعدة للإقراض، وبالتالي فـإن كلفة التسهيلات الائتمانية ستنخفض إى أن سعر الفائدة (أو كما أسماه الاقتصادي فيكسل معدل السوق Market rate) سينخفض إلى مستوى أدنى من المستوى التوازني في سوق التسهيلات الائتمانية و الذي يسميه فيكسل بالمعدل الطبيعي أو سعر الفائدة الطبيعي Natural rate ليصبح أقل من ربحية رأس مال ، إن سعر الفائدة في سوق التسهيلات الائتمانية أصبح أدنـى مـن سعر الفائدة التوازني نتيجة لزيادة عرض النقد ،وهذا سيشجع المستثمرين على الاقتراض عنـد معدل السوق أو سعر الفائدة الجديد ، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب علـى رؤوس الأمـوال و بالتالي زيادة الطلب على التسهيلات الائتمانية نتيجة إلى سعي هولاء المستثمرين للإسـتفادة من هذا الوضع و تحقيق مزيدٍ من الأرباح ، و يستمر الطلـب علـى التـسهيلات الائتمانيـة بالارتفاع حتى يصبح الطلب على رؤوس الأموال أكبر من المعروض منـه فترفـع البنـوك أسعار الفائدة و يتحقق التوازن من جديد ،وهنا يتساوى سعر الفائدة الجديد مع سعر الفائـدة

التوازني ، و الذي كان سائداً قبل زيادة عرض النقود ،أو بعبارة آخرى أن يتساوى معدل السوق مع المعدل الطبيعي .

ثانياً : سوق النقود :

نتيجة لانخفاض سعر الفائدة في سوق التسهيلات الائتمانية جراء زيادة عرض النقد ،فإن طلب المستثمرين على التسهيلات الائتمانية سيزداد كما بينا سابقاً ، و الجديد هنا أن هولاء المستثمرين سيقومون بتوظيف هذه التسهيلات الائتمانية في شراء السلع الرأس مالية ،مما يزيد الطلب عليها ، و يرفع أسعارها ،و لتغطية هذا الارتفاع في الأسعار سيزداد طلب المستثمرين على النقود ، مما يسبب ارتفاعاً في الطلب على النقود ، ويستمر هذا الوضع إلى أن يرجع سعر الفائدة الى الوضع التوازني و الذي كان قبل زيادة عرض النقد ، و الذي عنده يتحقق التوازن في سوقي التسهيلات الائتمانية والنقود، يتضح مما سبق أن تغيرات كمية النقود ليس لها تأثيرات حقيقية في المدى الطويل ، و إنما يقتصر تأثيرها على المتغيرات الحقيقية في المدى القصير ، و هذا يكون لفترة مؤقتة ،حيث سيعود الوضع إلى سابق عهده ، وهذا يدل على أن السياسة النقدية لدى الكلاسيك هي سياسة محأيدة ينحصر دورها في التأثير على المتغيرات الأسمية فقط، ولاتؤثر في النشاط الاقتصادي الحقيقي كالتوظيف أو الإنتاج .

٣- النظريةالنقدية الكينزية و آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي:

يقوم البناء النقدي للنظرية النقدية الكينزية ،أو كما تسمى بالنظرية النقدية الحديثة على أن الجهاز المصرفي يلعب دوراً رئيساً في النشاط الاقتصادي،وذلك من خلال سعر الفائدة الذي يعتقد كينز أنه ظاهرة نقدية ،وليس ظاهرة اقتصادية ، حيث يتحدد من خلال تفاعل عرض النقد و الطلب عليه ،وليس من خلال عرض المدخرات و الطلب عليها كما كان يعتقد الكلاسيك ،لذا فإن كينز ينظر للاستثمار على أنه دالة في سعر الفائدة،و أن العلاقة بين سعر الفائدة و حجم الاستثمار هي علاقة عكسية ،وعليه فإن سعر الفائدة هو الذي يؤثر على الاستخدام حسبما يعتقد كينز.(حسن،٢٠٠٦)

وقد ربط كينز بين تأثير تغير كمية النقود على المستوى العام للأسعار، و مستوى التشغيل في الاقتصاد ، أي إذا كان مستوى التشغيل في الاقتصاد جزئياً أو كلياً ،فيعتقد كينز أن تأثير التغير في كمية النقود على مستوى الأسعار يكمن في التأثير على وحدة الأجور، و مستوى التوظيف (Gupta,1996) ، فإذا كان في الاقتصاد موارد معطلة ، وغير مستغلة ،وكان هنالك بطالة فإن الزيادة في كمية النقود سوف لن يكون لها تأثير يذكر على المستوى العام للأسعار،

بل ستؤدي إلى زيادة متناسبة ، ومتماثلة في الإنفاق ومن ثم زيادة الطلب الفعال ،و التي ستؤدي إلى زيادة مماثلة في حجم التشغيل ، و يستمر هذا الوضع إلى أن يتم الوصول إلى مستوى التوظيف الكامل ،اما إذا لم تكن هنالك موارد معطلة و غير مستغلة أى إن الاقتصاد قد بلغ مرحلة الاستغلال الكامل لموارده ،فإن الزيادة في كمية النقد ستؤدي إلى زيادة في مستوى الأجور، مما يزيد من النفقات ،ومن ثُمَّ ارتفاع الأسعار.

٣-١ آلية الانتقال النقدي في الفكر الكينزي :

بين كينز في نظريته النقدية أن آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي تتم على النحو الأتي(Gupta,1996) :

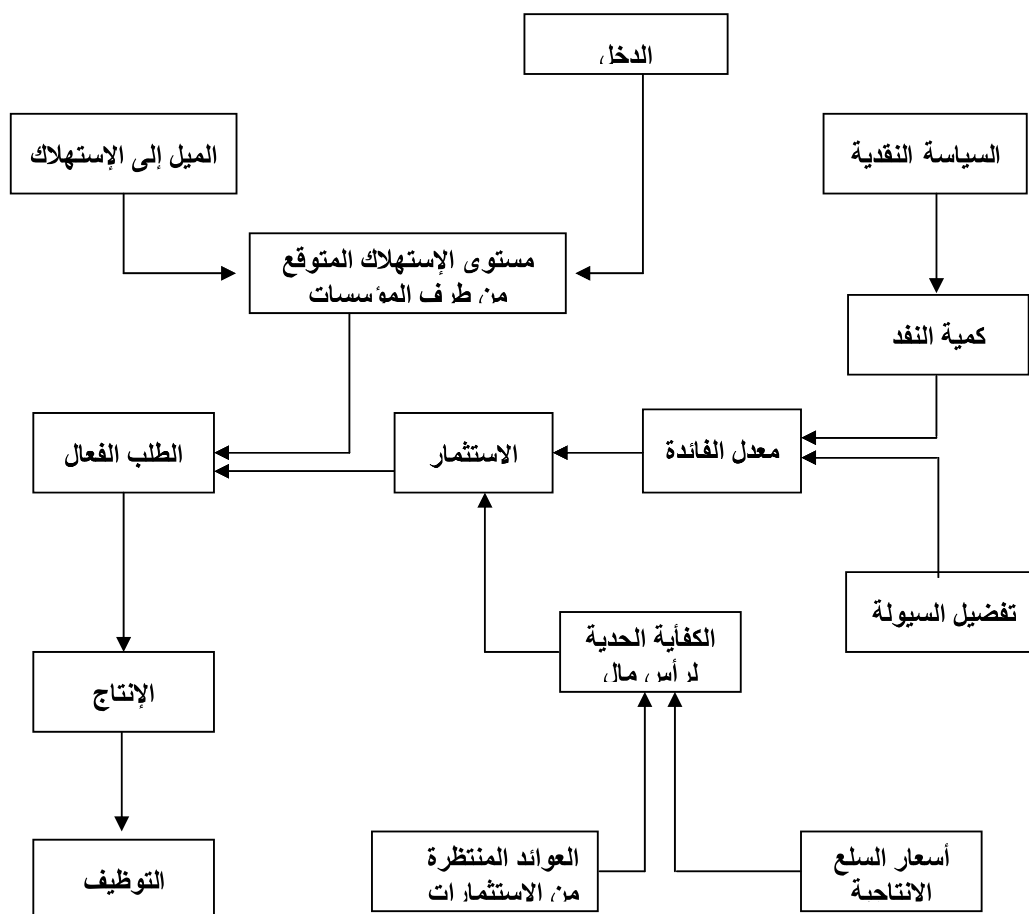
$$M^s \Rightarrow r \Rightarrow I \Rightarrow y \Rightarrow N \Rightarrow MP_L \Rightarrow P$$

$$\uparrow \qquad\qquad\qquad\qquad \uparrow$$

$$M^d \qquad\qquad\qquad\qquad w$$

حيث إن M^S ، M^d ، r ، I، y ، MP_L، p، w،وN, هي على التوالي عرض النقود الطلب على النقود ، سعر الفائدة ، الاستثمار ،الدخل ، الناتج الحدي للعمل ، مستوى الأسعار و معدل الأجر النقدي ،التوظيف . وتبدأ هذه الآلية عندما تغير السلطات النقدية كمية عرض النقود ،مما يؤدي إلى تغير في سعر الفائدة،و حيث إن العلاقة ما بين التغير في كمية النقود ، و سعر الفائدة هي علاقة عكسية فإن الزيادة في كمية النقود سوف تخفض سعر الفائدة بافتراض ثبات منحى تفضيل السيولة .بافتراض ثبات الكفأية الحدية للاستثمار ،فإن انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمارات ، و بالتالي زيادة حجم الاستثمارات ، هذه الزيادة في الاستثمارات ستؤدي إلى زيادة الطلب الكلي ، و بالتالي زيادة النمو الاقتصادي من خلال مضاعف الاستثمار الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة الناتج و مستوى التوظيف و الإنتاج لأننا نعمل دون مستوى التوظيف الكامل. مما سبق نلحظ أن التحليل الكينزي لآلية الانتقال النقدي يفضي إلى أنه لا توجد علاقة مباشرة ما بين التغير في كمية النقود و مستوى الأسعار، و أن أثر تغيرات سوق النقود على سوق السلع و الخدمات (القطاع الحقيقي) هو أثر غير مباشر .و المخطط أدناه يوضح آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي حسب الفكر الكينزي

مخطط يوضح آلية انتقال أثر السياسة النقدية الى النشاط الاقتصادي حسب الفكر الكنيزي



المصدر : د. عبد الرحيم حسن ، النقد والسياسة النقدية في إطار الفكرين الاسلامي والغربي ٢٠٠٦ ، ص١٤.

٤- نظرية الكلاسيك الجدد (النقوديين) وآلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقديةإلى النشاط الاقتصادي:

نتيجة لتعرض نظرية كمية النقود الكلاسيكية – التقليدية – لكثير من النقد مما أدى إلى تراجع أهميتها على مسرح الفكر الاقتصادي، فقد قام البرفسور ملتون فريدمان و أساتذة آخرون من جامعة شيكاغو بإعادة التأكيد على أهمية و دور النقود في النشاط الاقتصادي فيما عرف بإعادة صياغة نظرية كمية النقود التقليدية (The Restatement of the Quantity Theory والتي قد تم تسميتها بالنظرية النقودية .

بيَّن فريدمان أن نظرية كمية النقود بالصيغة التي قدمها فيشر، ليست نظريـــة للإنتـــاج ،للدخل أو للأسعار،و إنما هي نظرية طلب على النقود حيث يعتقد فريدمان أن كمية النقود هـــي المحدد الرئيس لمستوى الأسعار متفقاً بذلك مع نظرية كمية النقود التقليدية إلا أنه يعتقـــد أنهـــا تحدد النشاط الاقتصادي في المدى القصير ، كما يفترض أن سرعة دوران النقود (V) مـــستقرة و يمكن التنبؤ بها ، لذلك فإن تغير عرض النقد يؤثر على الإنفاق الكلي ،و الذي بدوره يؤثر في الناتج الإجمالي ،و مستوى التوظيف (T.T.Sethi,1996).

و الجدير بالذكر أن الاقتصاديين الذين يعتقدوا بأن عرض النقد، هو المحدد الـــرئيس لمستويات الناتج، و العمالة في الأجل القصير، و لمستوى الأسعار فـــي الأجـــل الطويـــل قـــد أصطلح على تسميتهم بالنقوديين (Monetarists) ، أما أولئك الذين يعتقدون أن تغيرات عـــرض النقود لها أثراً محدود وضعيف في النشاط الاقتصادي ، فقد أصطلح على تسميتهم بـــالكينزيين (Keynesian).

٤-١ آلية الانتقال النقدي عند النقوديين:

يعتقد النقوديون أن زيادة عرض النقد له آثار مضاعفة ، فإذا ما تـــم اســـتخدام سياســـة السوق المفتوحة – وهذا ما اقترحه كلٌ من فريدمان و شوارتز – ،وقام البنك المركزي بشراء سندات حكومية ، فإن هذا سيؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه السندات ،الأمر الـــذي ســـيؤدى إلـــى انخفاض سعر الفائدة من جهة، ومن جهة آخرى إلى الإخلال في ترتيب المحافظ المالية لـــدى الجمهور ، حيث إنهم لن يحتفظوا بكمية نقد دون أن تدر لهم عائداً، لذا وكمحاولة منهم لإعـــادة التوازن في ثرواتهم فإنهم سيقومون بزيادة إنفاقهم ، و شراء مزيدٍ من الأصول المالية و العينية ،وهذا سيؤدي إلى زيادة مباشرة في الطلب الكلي، والذي ينتج عنه زيادة في الإنتاج و مـــستوى التوظيف و هذا يحدث في المدى القصير .

أما في المدى الطويل فإن النقديين يعتقدون أن الاقتصاد في حالة توظيف كامـــل ، وإن النمو طويل الأجل في الناتج يتحدد بعوامل حقيقية مثل معدل الادخار، و هيكل الصناعة،وبالتالي فإن الزيادة في عرض النقد في الحقبة الطويلة تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم ،و ليس إلـــى ارتفاع في معدلات النمو في الناتج .

مما تقدم يمكن أن نخلص إلى أن النقوديين يعتقدون بأن التغيرات في سوق النقد سوف تؤثر تأثيراً مباشراً ، و قصيراً على القطاع الحقيقي، ذلك إن زيادة عرض النقد سيؤدي إلى عدم توازن القطاع النقدي ، و إذا كان لدى الجمهور أرصدة نقدية زائدة فإنهم ســـيقومون بـــالتخلص منها عن طريق زيادة الإنفاق ، و التي قد تتضمن شراء أصول مآلية (أسهم و سندات) ، أو

سلع و موجودات آخرى ، و بالتالي فإن زيادة عرض النقد سوف تؤدي مباشرة إلى توسع في الإنتاج *(Wachtel.1989)* أما في المدى الطويل فتأثير النقود ينحصر على مستوى الأسعار فقط ، بمعنى أدق حيادية النقود في المدى الطويل .

٥- قنوات انتقال الأثر النقدي:

تعدّ عملية انتقال الأثر النقدي عملية معقدة وصعبة ، وذلك لوجود الكثير من القنوات والمسارات التي تفسر آلية الانتقال النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي ،من خلال تأثيرها على جانب الطلب الكلي عبر قنوات سعر الفائدة ، وأسعار الأصول ، و الائتمان وتأثيرها على جانب العرض الكلي عبر قناة التكاليف ، و سيقتصر التحليل القياسي لهذه الدراسة على أثر السياسة النقدية على جانب الطلب الكلي.

١- أثر السياسة النقدية على جانب الطلب الكلي:

٥-١ قناة سعر الفائدة:

تعمل هذه القناة من خلال نموذج كينز (IS-LM) الذي يصف أداء اقتصاد مكون من سوقي السلع و النقود ،حيث يمثل منحى IS الأوضاع التوازنية في سوق السلع ، بينما يمثل منحى LM الأوضاع التوازنية في سوق النقود ،حيث يلعب سعر الفائدة دوراً محورياً في هذا النموذج باعتباره حلقة الوصل ما بين القطاع الحقيقي ، و القطاع النقدي إذ يتحدد في سوق النقود ومن ثم ينتقل أثره إلى سوق السلع ، الاستثمار ، ومن ثم إلى الطلب الكلي و النشاط الاقتصادي ككل .

تعمل هذه القناة من خلال مرحلتين : المرحلة الأولى من خلال تأثير السياسة النقدية على سعر الفائدة الاسمي قصير الأجل والذي بدوره يؤثر على سعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل ،أما المرحلة الثانية فهي من خلال تأثر الإنتاج و الطلب الكلي بتطورات سعر الفائدة الحقيقي ، فالسياسة النقدية التوسعية سوف تؤدي إلى انتقال منحى LM إلى اليمين مسببة انخفاض في سعر الفائدة الاسمي قصير الأجل و هذا يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي ، و الذي يؤدي بدوره إلى زيادة الاستثمار والطلب الكلي.

و تستند هذه القناة على عدة افتراضات أهمها (Bernanke and Blinder,1998)

١- أن البنوك لا تقدم أية قروض

٢- أن البنوك تنظر إلى السندات و التسهيلات الائتمانية على إنهما بدائل

٣- أن المقترضين ينظرون إلى السندات و التسهيلات الائتمانية على إنهما بدائل

وضمن هذا السياق فإن الصدمة النقدية تؤدي ، إلى زيادة الطلب على السندات و تقليل الطلب على النقود، وإذا لم تعدل الأسعار فإن الأرصده الحقيقية ستنخفض دافعة سعر الفائده للأعلى ، مما يزيد من كلفة رأس مال ، وهذا سيقلل من الانفاق الاستثماري، وبالتالي انخفاض الطلب الكلي و الإنتاج ، الأمر الذي يؤثر سلبا على النشاط الاقتصادي، وآلية انتقال الأثر النقدي عبر هذه القناة تتم على النحو الأتي :

$$M\downarrow \Rightarrow i\uparrow \Rightarrow I\downarrow \Rightarrow AD\downarrow \Rightarrow Y\downarrow$$

حيث $M\downarrow$ هي سياسة نقدية انكماشية، i هي سعر الفائدة الاسمي، I تمثل حجم الاستثمار ،AD الطلب الكلي ،Y تمثل النشاط الاقتصادي،و لا يقتصر تأثير هذه القناة على القرار الاستثماري لقطاع الأعمال ، بل يتعدى ذلك إلى القرار الاستهلاكي فيما يتعلق بقرارات الإسكان و السلع المعمرة ،(Mishkin 2001) ،ويمكن تجسيد آلية انتقال الأثر النقدي عبر هذه القناة فيما يتعلق بالقرار الاستهلاكي على النحو التالي :

$$M\downarrow \Rightarrow i\uparrow \Rightarrow r_{LR} \Rightarrow I_B\downarrow \Rightarrow I_H\downarrow \Rightarrow AD\downarrow \Rightarrow Y\downarrow$$

حيث إن r_{LR} تمثل سعر الفائده طويل الأجل ،وI_B تمثل استثمار قطاع الأعمال،I_H تمثل الاستثمار الإسكاني، حيث إن السياسة النقدية الانكماشية ستزيد من سعر الفائدة الاسمي، وفي ظل جمود الأسعار سيؤدي ذلك إلى رفع سعر الفائده طويل الأجل، مما يؤدي إلى تخفيض استثمار قطاع الأعمال والاستثمار الإسكاني، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض الطلب الكلي والإنتاج وبالتالي التأثير سلباً على النشاط الاقتصادي .

والجدير بالذكر أن هذه القناة تركز على سعر الفائدة الحقيقي أكثر من تركيزها على سعر الفائدة الاسمي في التأثير على القرارات الاستثمارية لرجال الأعمال ، أو القرارت الاستهلاكية للمستهلكين ،حيث على الأغلب فإن سعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل ، هو الذي يؤثر في الإنفاق الاستثماري .

إن تغيرات سعر الفائدة الاسمي تسبب تغيرات في سعر الفائدة الحقيقي في ظل جمود الأسعار (Sticky prices) أي إن المستوى العام للأسعار يتعدل ببطء خلال الزمن ، مما يعني أن السياسة النقدية التوسعية المخفضة لسعرالفائدة الاسمي قصير الأجل ستخفض سعر الفائدة الحقيقي قصير الأجل ، و الذي بدوره سيخفض سعر الفائدة طويل الأجل ، و هذا سيؤدي إلى ارتفاع كلا من الاستثمار في رأس مال الثابت في قطاع الأعمال ، الاستثمارالإسكاني

الاستثمار في المخزون السلعي و الإنفاق الاستهلاكي على السلع المعمرة مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي الأمر الذي ينعكس أيجاباً على النشاط الاقتصادي. (Mishkin 2001)

من هنا فإن هذه القناة تؤكد على فاعلية السياسة النقدية في تحفيز النـــشاط الاقتـــصادي حتى في ظل سعر فائدة اسمي قريب من الصفر (floor of zero) حيث إن تبني سياســـة نقديـــة توسعية من قبل السلطات النقدية تتمثل بزيادة عرض النقد ($M\uparrow$) سوف تؤدي إلـــى ارتفـــاع مستوى الأسعار المتوقع (p^e) ،مما يسبب ارتفاع التضخم المتوقع ($\pi^e\uparrow$) وبالتالي تخفيض سعر الفائدة الحقيقي ($\downarrow$ [$i_r= [i- \pi^e$) حتى لوكان سعر الفائدة الاسمي قريباً من الصفر، و يمكن تجسيد هذه الآلية على النحو الأتي :

$$M\uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

أثارت قناة سعر الفائدة الكثير من الجدل بين الاقتصادين فمنهم من يعدّها قناة قوية لنقل الأثـــر النقـــدي للـــسياسة النقديـــة إلـــى النـــشاط الاقتـــصادي كالاقتـــصادي (John Taylor) ،(Taylor,1995) ، في حين إن غيره كالاقتـــصادي (Ben Bernanke) و الاقتـــصادي(Mark Gertler) يعتقدون خلاف ذلك ،وقد أدى هذا الجدل و النقاش إلى مزيد من الدراسات و البحوث حول معرفة قنوات آخرى لنقل الأثر النقدي للسياسة النقدية ، جمعت فيما بعد إلى مجمـــوعتين (طاهر خليل ،٢٠٠٦) :

١- المجموعة الأولى : و تشتمل على القنوات العاملة من خلال تأثير المعلومات غير المتماثلة في أسواق الائتمان ،و التي يطلق عليها وجهة الائتمان .

٢ – المجموعة الثانية : و هي تشتمل على القنوات المؤثرة من خلال أسعار الأصول الآخرى باستثناء سعر الفائدة .

٥-١-٢ قنوات المجموعة الأولى: جانب الائتمان :

تؤثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي بما يتعلق بالائتمان من خلال تأثيرها على الموقف المالي ،و صافي ثروة الشركة المقترضة ،فكلما كان صافي الثروة كبيراً زاد ذلك من إمكانية الشركة في الحصول على تمويل خارجي للاستثماراتها من سوق الإقراض(Rimo Juks,2004) و بالتالي سيكون محفزاً للشركة لاتخاذ القرارات الاستثمارية من هنا فـــإن آليـــة انتقال الصدمة النقدية إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي يمكـــن أن تـــتم مـــن خـــلال ميزانيـــات المقترضين ، و يطلق على هذه الآلية أو القناة بقناة الميزانية ، أو من خـــلال تأثيرهـــا علـــى عرض التسهيلات الائتمانية البنكية بالنسبة للشركات المعتمدة على التسهيلات الائتمانية البنكية

في تمويل استثماراتها ،و يطلق على هذه الآلية أو القناة ، قناة الإقراض البنكي وسيتم تالياً استعراض هاتين القناتين بمزيدٍ من التفصيل.

٥-١-٢-١ قناة الميزانية :

تربط هذه القناة قرارات الشركة الاستثمارية مع الصدمة النقدية من خلال التغير في الموقف المالي للشركة ، ذلك إن سعر الفائدة المتأثر بالصدمة النقدية يكون له أثرٌ مباشرٌ على صافي ثروة الشركة المقترضة(Fabrizio,el al, 2005) ، وذلك من خلال مايلي:

أ- التأثير على الفائدة المدفوعة على الديون المترتبة على الشركة ،حيث يؤثر ذلك على صافي تدفقات الشركة النقدية و أرباحها .

ب-التأثير على أسعار موجودات الشركة ، حيث تؤثر على قيمة الموجودات الصافية التي من المكن تقديمها كضمانات للقروض .

و يمكن أيضاح آلية الانتقال النقدي ضمن هذه القناة على النحو التالي :

يعتبر صافي ثروة الشركة هو جوهر هذه القناة ، حيث إنه كلما كان صافي ثروة الشركة منخفضاً، كان أثر مشكلتي الانتقاء السلبي ، و المخاطر المعنوية أشد ضروة عليها ومن ثم على عملية الاقتراض ككل ، ذلك أن صافي الثروة المنخفض يعني ضمانات أقل للقروض المقدمة لهذه الشركات ،و بالتالي التعرض إلى خسائر جراء مشكلة الانتقاء السلبي و التي ستقود إلى انخفاض الاقتراض لغأيات تمويل الإنفاق الاستثماري .

كما إن انخفاض صافي ثروة الشركة سيزيد من مشكلة المخاطر المعنوية ، حيث إن الدعم المالي للأسهم لدى مالكي الشركات قد انخفض ، مما يدفعهم إلى الدخول في استثمارات خطرة غير مدروسة من المحتمل أنها ستؤدي إلى عدم سداد التسهيلات الائتمانية و بالتالي فإن انخفاض صافي ثروة الشركة سيؤدي إلى انخفاض الإقتراض ، مما ينعكس سلباً على الإنفاق الاستثماري ومن ثم على النشاط الاقتصادي ككل لذا فإن آلية انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي عبر قناة الميزانية تتم بإحدى الطرق الأتية :

١- الطريقة الأولى :

إن السياسة النقدية التوسعية ($M\uparrow$) ستؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم ($P_s\uparrow$) ،و بالتالي زيادة القيمة السوقية للشركات أو صافي ثروة الشركات ($NW\uparrow$) مما يقلل من مشكلتي الانتقاء السلبي و المخاطر المعنوية ، الأمر الذي يزيد من إمكانية الاقتراض ($L\uparrow$)

والتي ستؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري (I↑) و الذي سيؤدي بدوره إلى زيادة الإنفـــاق الكلي (Y↑) ويمكن تجسيد آلية الانتقال النقدي ضمن هذه الطريقة على النحو التالي :

$$M\uparrow \Rightarrow P_S\uparrow \Rightarrow NW\uparrow \Rightarrow L\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

٢- تأثيرات السيولة على ميزانية القطاع العائلي :

يمكن أن ينتقل الأثر النقدي للسياسة النقدية عبر قناة الميزانية من خلال التـــأثير علـــى ميزانية و ثروة القطاع العائلي (Mishkin,2001) ، و ذلك من خلال التأثير على سيوله القطـــاع العائلي، و قدرته الإنفاقية سواء على السلع المعمرة أو الإسكان ، حيث تعمل تأثيرات الميزانيـــة من خلال أثرها على رغبة المستهلك في الإنفاق أكثر من رغبة المقرض على الإقراض .

إذا تعدّ السلع المعمرة ، و الإسكان أصول غير سائلة ،فإذا ما تعرض المستهلك إلى صدمة في دخله فإنه سيضطر إلى بيع ما يمتلك من سلع معمرة أو الإسكان لزيادة النقد ، و ســـيتوقع المستهلك أن يحصل على خسارة نتيجة بيعها لأنه من المحتمل ألا يحصل على الـــثمن الكامـــل لهذه الأصول و بالمقابل إذا كان يمتلك أصول مآلية كالسندات ، الأسهم أو أيداعات لدى البنوك فإنه يمكن له بيعها بسهوله و الحصول على قيمتها السوقية بالكامل ، و بالتالي زيادة النقد لديه.

لذا فإن المستهلك إذا توقع عسراً مالياً فإنه سيحتفظ بأصول غير سائله أقل و أصول مآليـــة أكثر ، من هنا فإن ميزانية المستهلك تعدّ مؤشراً مهماً على مدى تقدير المستهلك لاحتمآليـــة أن يعاني من العسر المالي ، حيث إذا كان يمتلك كمية كبيرة من الأصول المالية نسبة إلى الـــديون المترتبة عليه فإن تقديره لاحتمآلية عدم الوفاء بالديون ستكون قليلة و بالتالي ستزداد رغبته في شراء السلع المعمرة أو الإسكان عندما ترتفع أسعار الأسهم ، فإن قيمة الأصول المالية سترتفع أيضاً و بالتالي فإن الإنفاق على السلع المعمرة سيزيد لأن المستهلك لديه ضمان أكثر لوضـــعة المالي واحتمآلية أقل لعدم الوفاء بالديون .

وهذا يقود إلى آلية انتقال تربط النقود بأسعار الأسهم ويمكن تجسيد هذه الآلية على النحـــو التالي :

$$M\uparrow \Rightarrow P_S\uparrow \Rightarrow FA\uparrow \Rightarrow LFD\downarrow \Rightarrow CD\uparrow \Rightarrow H\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

حيث (M↑) هي سياسة نقدية توسعية ، في حين يمثل كل مـــن (P_S)، (FA) (LFD) ،(CD) ، (H) ، (Y) ، أسعار الأسهم ، الأصول المالية المملوكة من قبل المستهلك احتمآلية عدم الوفاء بالدين (العسر المالي) ، السلع المعمرة ، الإسكان و الناتج على التوالي.

كما يمكن أن تعمل قناة الميزانية من خلال المستهلك فيما يتعلق بالتـأثير علـى ثـروة القطاع العائلي فقد بين موديلياني في نموذج دورة الحياة أن الايستهلاك يشكل نسبة من الثروة (W) أي

$$C = \gamma W \ldots (3)$$

حيث تمثل γ تلك النسبة المخصصة من الثروة للإستهلاك ، وتبين المعادلة رقم (3) أن الإستهلاك الحالي يشكل نسبة ثابتة من إجمالي الموارد التي يحصل عليها الفرد خلال مدة حياته و يعبر عنها المتغير (W) ، و من أهم هذه الموارد هي الموارد المالية ، و التـي مـن أهـم مكوناتها الأسهم العادية ، لذا فإن السياسة النقدية التوسعية، و التي تؤدي إلـى ارتفـاع أسـعار الأسهم ، فإنها ستؤدي إلى زيادة ثروة القطاع العائلي ، و بالتالي فإنها ستزيد من إجمالي الموارد التي سيحصل عليها خلال مدة حياته ، مما يسبب زيادة في إنفاقه الاستهلاكي ، وبالتالي زيـادة الإنفاق الاستهلاكي ككل ، و الذي بدوره – الإنفاق الاستهلاكي – سيؤدي إلى زيادة الناتج ، ويتم ذلك على النحو التالي:

$$\mathbf{M\uparrow \rightarrow PS\uparrow \rightarrow Consumption\uparrow \rightarrow Y\uparrow}$$

٣- قناة التدفقات النقدية :

يمكن نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية من خلال تأثيراتها على صافي تدفقات الـشركة النقدية ،و التي هي الفارق ما بين أيرادات الشركة النقدية و تكاليفهـا النقديـة ،حيـث إن السياسة النقدية التوسعية سوف تؤدي إلى زيادة تدفقات الشركة (القطاع العائلي) النقدية نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة الاسمية – الناشئة عن السياسة النقدية التوسعية –مما يؤدي إلى زيادة سيولة الشركة وهذا سيحسن الميزانية العمومية للشركة (القطاع العائلي) مما يخفف من حدة مشكلتي الإنتقاء السلبي و المخاطر المعنوية ، مما يزيد من القدرة الإقتراضية للشركة، و بالتالي إلى زيادة الاقتراض، حيث سيزيد من الإنفاق الاستثماري ، وبالتالي زيادة النشاط الاقتصادي ككل .

و يتم ذلك على النحو الآتي :

$$M\uparrow \Rightarrow i\downarrow \Rightarrow CF\uparrow \Rightarrow (AS,MH)\downarrow \Rightarrow L\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

حيث (i) ، (AS,MH) و (CF) هي على التوالي سعر الفائدة الاسمي ، مـشكلتي الإنتقـاء السلبي و المخاطر المعنوية ،و تدفقات الشركة النقدية .

٤- قناة مستوى السعر غير المتوقع :

يمكن أن ينتقل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي عبر هذه القناة من خلال تأثيرات السياسة النقدية على المستوى العام للأسعار ،ذلك بسبب إن مدفوعات الديون في الدول الصناعية هي مثبتة تعاقدياً بقيم اسمية ، مما يعني أن ارتفاع غير متوقع في المستوى العام للأسعار سيخفض من إلتزامات الشركة بالقيم الحقيقية، و بالتالي سيخفض من قيمة أو عبء الدين ، على ألا يخفض هذا الارتفاع في المستوى العام للأسعار القيمة الحقيقية لموجودات الشركة و يتم ذلك على النحو الأتي :

تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى ارتفاع غير متوقع في المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى رفع صافي الثروة للشركة و التي ستؤدي إلى تخفيف حدة مشكلتي الإنتقاء السلبي و المخاطر المعنوية، و هذا سيزيد من حجم الإقتراض مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري ومن ثم زيادة الناتج الكلي و يمكن تجسيد هذه الآلية كما يلي ، حيث تمثل UP الارتفاع غير المتوقع في المستوى العام للأسعار و بقية الرموز كما تم تعريفها سابقاً.

$$M\uparrow \Rightarrow UP\uparrow \Rightarrow (AS, MH)\downarrow \Rightarrow L\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

٥-١-٢-٢ قناة الإقراض البنكي :

تتضح أهمية هذه القناة من أن هنالك مقترضين يعتمدوا على التسهيلات الائتمانية البنكية بشكل أساسي في تمويل نشاطاتهم ، و مشاريعهم الاستثمارية ، و لا يوجد لديهم مصادر تمويل آخرى لتمويل هذه المشروعات ، لذا فإن أي تغير في موجودات البنوك نتيجة للصدمات النقدية المتشددة سوف ينتقل إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي من خلال المنتجين المعتمدين بشكل أساسي على التسهيلات الائتمانية البنكية .

حيث إن السياسة النقدية المتشددة تقيد عرض التسهيلات الائتمانية ،مما يزيد من علاوة التمويل الخارجي؛ و التي تعرف بالفارق في تكلفة الأموال المولدة خارجياً عن طريق إصدارات أسهم أو ديون ،و الأموال المولدة داخلياً عن طريق الأرباح التشغيلية للشركات المعتمدة على البنوك كمصدر تمويلي ،و سيكون الأثر أشد على الشركات الصغيرة ، لأنها غير قادرة على الدخول إلى سوق الائتمان ، و لا يوجد لديها بدائل تمويلية آخرى ، بعكس الشركات الكبيرة التي تستطيع الدخول إلى أسواق الائتمان بحرية و بسهوله ،و الحصول على بدائل تمويلية آخرى غير البنوك وضمن هذا السياق فإن تقلبات الناتج نتيجة للصدمات النقدية يمكن تفسيرها ، ليس فقط بتأثيرات سعر الفائدة بل يمكن تفسيرها أيضاً بتأثيرات علأوة التمويل الخارجي .

يرى كلٌ من Bernanke and Gertler أن قناة الإقراض البنكي هي الرابط الذي يفسر أثر الإجراءات المتخذة من قبل البنك المركزي (السياسة النقدية) على التمويل الخارجي و التي يمكن أن تعمل على النحو التالي (Bernanke and Gertler,1995) :

١- السياسة النقدية الانكماشية تزيد من الاحتياطيات الإجبارية ، و تقلل من القاعدة الأيداعية للبنوك ، مما يضطر البنوك إلى البحث عن مصادر تمويلة جديدة و بالتالي ستزداد الكلفة النسبية للأموال، و عليه فإن البنك سيخفض من عرض التسهيلات الائتمانية .

٢- بعد أن يخفض البنك من عرض التسهيلات الائتمانية فإن المقترضين الذين يعتمدون على البنوك كمصدر تمويل لها ، فإن عليهم أن يتحملوا كلفة إضافية لأيجاد مقرض آخر ، و تأسيس علاقات جديدة مع هولاء المقرضين الجدد ، و التي من المحتمل أن تزيد من علاوة التمويل الخارجي ،و التي قد تنعكس سلباً على حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة ،مما يؤثر سلباً على الإنفاق الاستثماري و الاستهلاكي الأمر الذي ينعكس سلباً على النشاط الاقتصادي الحقيقي,

تشير قناة الإقراض البنكي إلى الأثر السلبي لارتفاع سعر الفائدة على عرض التسهيلات الائتمانية المقدمة من قبل البنوك ، و الذي يؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي ككل ، إذا كانت الشركات و المستهلكين على حد سواء غير قادرين على تعويض النقص الحاصل في عرض التسهيلات الائتمانية من مصادر تمويلة آخرى (Brooks,2007) ، و ضمن هذه القناة فإن آلية الانتقال النقدي تتم على النحو التالي (Golodniuk,2005) :

$$\mathbf{M}\downarrow\Rightarrow \mathbf{BD}\downarrow\Rightarrow \mathbf{BL}\downarrow\Rightarrow \mathbf{IS, CS}\downarrow\Rightarrow \mathbf{Y}\downarrow$$

حيث إن : **M** ↓ تمثل سياسة نقدية انكماشية ، **BD** تمثل ودائع البنوك ، **BL** تمثل التسهيلات الائتمانية المقدمة من قبل البنوك ،**IS** الإنفاق الاستثماري ، **CS** الإنفاق الاستهلاكي و **Y** الناتج .

إن انخفاض التسهيلات الائتمانية المقدمة من قبل البنوك، والناشىء عن انخفاض الودائع البنكية كنتيجة لتبني سياسة نقدية انكماشية سوف يخفض من الإنفاق الاستثماري، و الاستهلاكي ذلك أن البنوك تلعب دوراً محورياً في تخفيض حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) ما بين المقترضين ،و المقرضين و الذين لا يستطيعوا الحصول على قروض دون وساطة البنوك ، وهذ سيؤدى إلى تخفيض الناتج .

تعتمد فاعلية هذه القناة على عدة شروط من أهمها (Kashyap and Stein,1994) :

١- ان تكون الشركات غير قادرة على تعويض النقص الحاصل في عرض التسهيلات الائتمانية المقدمة من البنوك التجارية من أية مصادر تمويلية آخرى ، فإذا استطاعت الشركات

تعويض هذا النقص عن طريق إصدار سندات للجمهور مثلا ، فإن انخفاض عرض التسهيلات الائتمانية لن يؤثر على الشركات .

٢- أن تكون السلطات النقدية (البنك المركزي) قادرة على التاثير في عرض التسهيلات الائتمانية المقدمة من قبل البنوك ، أو بعبارة أكثر دقة أن تكون البنوك غير قادرة على إزاحة أثر نقص الودائع البنكية الناشىء عن عمليات الشراء المفتوحة التي يقوم بها البنك المركزي بالحصول على الأموال من مصادر آخرى ،و إذا إستطاعت البنوك تحقيق ذلك فإن عرض التسهيلات الائتمانية لن يتغير.

٣- أن يكون هنالك ما يسمى ب (imperfection adjustment) بالنسبة لمستوى الأسعار فمثلا إذا تغيرت السياسة النقدية بنسبة ١٠% و تغير مستوى الأسعار بنفس النسبة أي بنسبة 10% فإن السياسة النقدية لن يكون لها أي أثر ، بينما إذا تغيرت الأسعار بنسبة أقل من ١٠% فإنها ستكون فاعلة .

٥-١-٣ المجموعة الثانية : قنوات أسعار الأصول الآخرى :

تبين أدبيات آليات الانتقال النقدي أن السياسة النقدية يمكن أن تؤثر في أسعار الأصول – كالأسهم و الإسكان – و بالتالي على النشاط الاقتصادي ككل من خلال عدة قنوات من أهمها الآتي :

١- قناة أسعار الأسهم .

٢- قناة أسعار الصرف .

أولاً- قناة أسعار الأسهم:

١- نظرية q للإقتصادي توبن:

بين توبن في نظريته (Tobin's q-theory of investment) الدور الذي تلعبه السياسة النقدية في تحفيز النشاط الاقتصادي ،وذلك من خلال تأثيرها على قيمة الأسهم Its effects on the valuation of equities)، فقد ربط بين تقلبات أسواق الأسهم الناتجة عن تغيرات السياسة النقدية و الإنفاق الاستثماري بناءً على نسبة أسماها q ، والتي يتم قياسها بنسبة القيمة السوقية للمنشأة إلى تكلفة استبدال المنشأة .

فإذا كانت q مرتفعة فهذا يعني أن القيمة السوقية للمنشاة أكبر من كلفة إستبدال رأس مالها – أي أكبر من كلفة استبدال المنشأة – و بالتالي فإن الاستثمارت الجديدة ستكون أرخص بالنسبة للقيمة السوقية للمنشأة و عليه فإن المنشأة تستطيع شراء معدات أو ماكنات

ومشروعات جديدة بأسعار منخفضة مقارنة مع قيمتها السوقية ، مما يمكنها من أصدار أسهم جديدة ليصار إلى بيعها بأسعار عآلية مقارنة مع كلفة المعدات و المشروعات التي تم شراؤها، وهذا سيزيد من إنفاقها الاستثماري ، مما يمكنها من شراء المزيد من السلع الاستثمارية الجديدة بإصدارت قليلة للأسهم .

أما إذا كانت q منخفضة فإن المنشاة لن تستطيع شراء سلع رأس مالية جديدة لانخفاض قيمتها السوقية نسبة إلى كلفة إستبدالها، و بالمنهجية نفسها، فإنه يمكن تطبيق نظرية توبن q على سوق الإسكان ، فإذا كانت q أكبر من واحد صحيح ، فإن القيمة السوقية ستكون أعلى من تكلفة رأس مال ، وهذا يشجع على زيادة المشاريع الإنشائية ، أما إذا كانت q أقل من الواحد الصحيح فإن الشركات ستسعى إلى شراء الإسكانات القديمة بدلا من إنشاء إسكانات جديدة، و هذا سينعكس سلباً على إنفاقها الاستثماري ، و بالتالي على النشاط الاقتصادي ككل

لقد قدمت نظرية توبن q تفسيراً لدور سوق الأسهم في الاقتصاد ، فقد بينت أنه في حال تناقصت أسعار الأسهم فإن ذلك يعني تناقص قيمة q ، مما ينعكس على المستثمرين فيما يختص بالإرباح الحالية ،و المتوقعة من رأس مال ، حيث إن انخفاض قيمة q سيقود لانخفاض الاستثمار، مما يخفض حجم الطلب الكلي ، لذا فإن جوهر نظرية q يكمن في ربطها ما بين تغيرات أسعار الأسهم الناشئة عن السياسة النقدية ، و الإنفاق الاستثماري ، و لكن يبقى السؤال المطروح **كيف يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر على أسعار الأسهم ؟**

الحقيقة إن كلاً من النقوديين و الكينزيين قد أجاب عن هذا التساؤل ولكن بمنهجية مختلفة إلا أنهم قد خرجوا بالنتائج نفسها فبالنسبة إلى السيناريو النقودي ، فيرى إنه عندما يقل عرض النقود ، فإن الإفراد سيجدون أن لديهم نقد أقل مما يرغبوا به ،مما يدفعهم إلى تخفيض نفقاتهم ،و يعدّ سوق الأسهم من أكثر الأماكن المرشحة لذلك ،وهذا سيؤدي إلى تخفيض الطلب على الأسهم و بالتالي انخفاض أسعارها ، أما السيناريو الكينزي ، فيرى أن انخفاض سعر الفائدة نتيجة إلى سياسة نقدية انكماشية سيجعل السندات أكثر جذباً من الأسهم ، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها ،و إذا ما أضيفت حقيقة أن انخفاض أسعار الأسهم سوف تخفض من قيمة q و من ثم تخفيض الإنفاق الاستثماري إلى وجهتي النظر النقودية ، و الكينزية فإننا سنحصل على آلية الانتقال النقدي التالية:

$$M\uparrow \Rightarrow P_S\uparrow \Rightarrow q\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

حيث إن ($M\uparrow$) تشير إلى السياسة النقدية التوسعية و التي تم تبنيها من قبل البنك المركزي، حيث ستؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم ($P_S\uparrow$) و التي بدورها سترفع من قيمة q

(q↑) وسيؤدي ذلك إلى زيادة الإنفاق الاستثماري (I↑) مما يزيد من حجم الطلب الكلـــي ، و بالتالي زيادة الناتج (Y↑)

و يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر في الناتج عن طرق تأثيرها غير المباشر علـــى كلفـــة رأس مال ، حيث تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى ارتفاع أسعار الأسهم ، و التي تؤدي إلى تخفيض كلفة رأس مال ،مما يؤدي إلى زيادة كلٍ من الاستثمار و الناتج ، و يمكن أيضاح آلية الانتقال هذه على النحو التالي :

$$M\uparrow \Rightarrow P_S\uparrow \Rightarrow C\downarrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

حيث تعني (C) تكلفة رأس مال ، و باقي المتغيرات كما تم تعريفها سابقاً

٢- آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية عن طريق نظرية الثروة:

يمكن للثروة أن تنقل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي من خلال مأيلي:

١- عن طريق الأسهم العادية .

٢- عن طريق أسعار الإسكان والعقارات .

١- تأثيرالسياسة النقدية على النشاط الاقتصادي عن طريق الأسهم .

أوضح الاقتصادي موديلياني من خلال نظريته حول تأثير الثروة على الاســتهلاك الدور الي يمكن أن تلعبه السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي من خلال تأثير ميزانيـــات المستهلكين على قراراتهم الاستهلاكية (Mishkin,2001) حيث بين إن الإنفاق الاســتهلاكي للإفراد يعتمد بالإضافة لدخلهم الحالي على الموارد التي سيحصلون عليها طيلة حياتهم ، و أهم مكون من هذه الموارد المالية للمستهلكين هي ثرواتهم المالية و التـــي تعدّ الأسهم العادية المكون الرئيس لها .

حيث إن السياسة النقدية الانكماشية سوف تؤدي إلى تقليل الطلب على الأسهم العادية مما يقلل من ثروات الإفراد الأمر الذي سيؤدي إلى تقليل استهلاكهم من السلع و الخـــدمات المختلفة ،و هذا سيؤدي إلى تخفيض الطلب الكلي ومن ثم الناتج القومي وتاليـــاً تجـــسيد لكيفية حدوث ذلك

$$M\downarrow \Rightarrow P_S\downarrow \Rightarrow W\downarrow \Rightarrow consumption \downarrow \Rightarrow Y\downarrow$$

٢- تأثيرالسياسة النقدية على النشاط الاقتصادي عن طريـــق أســـعار الأســـكان العقارات:

يمكن لثروة الأفراد أن تنقل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي عن طرق ارتفاع أسعار العقارات (Mishkin,2001)،حيث تعدّ العقارات المملوكة من قبل الأفراد من المكونات الرئيسة لثرواتهم المالية ، لذا فإن السياسة النقدية التوسعية سوف تؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة مما يحفز الطلب على العقارات و الإسكان ، وهذا سيؤدي إلى زيادة أسعارها (P_h) ، مما يؤدي إلى زيادة ثروة القطاع العائلي ، وبالتالي زيادة إنفاقه الاستهلاكي والذي سيؤدي بدوره إلى زيادة الطلب الكلي ،و تالياً آلية حدوث ذلك :

$$\mathbf{M\uparrow \Rightarrow P_h\uparrow \Rightarrow W\uparrow \Rightarrow Consumption\uparrow \Rightarrow Y\uparrow}$$

كما تؤثر السياسة النقدية على ثروة الأفراد و المؤسسات من خلال قنوات سعر الفائدة ، أسعار الأصول ،وسعر الصرف (Fabrizio,el al, 2005) وذلك على النحو الأتي:

١- قناة التدفقات النقدية (أثر الدخل) : إن زيادة (انخفاض) سعر الفائدة قصير الأجل سوف تزيد (تخفض) كلفة خدمة الدين قصير الأجل ، وبالتالي سوف تقلل (تزيد) من التدفقات النقدية ، و التي بدورها تؤثر على صافي الثروة ، وبالتالي على القدرة الإقراضية للشركات و القطاع العائلي على حد سواء .

٢- قناة أسعار الأصول : إن زيادة (انخفاض) سعر الفائدة قصير الأجل سوف يخفض (يزيد) أسعار الأسهم ،السندات ،والإسكان ،و التي تؤثر مباشرة على صافي الثروة.

٣- قناة سعر الصرف : إذا كانت الأصول أو التسهيلات الائتمانية مقيمة بالعملة الأجنبية ،فإن تطورات سعر الصرف الاسمي يمكن أن تزيد (تخفض) قيمتها بالعملة المحلية مما ينعكس على صافي الثروة .

يتضح مما سبق أن زيادة (انخفاض) الثروة بانخفاض أسعار الأسهم ، أسعار الإسكان و التدفقات النقدية (أثر الدخل) سوف تخفض (تحسن) القدرة على الاقتراض و يرجع ذلك إلى ما يسمى ب (imperfections of financial markets) أي مشكلتي الإنتقاء السلبي و المخاطر المعنوية و الذي سيؤدي إلى انخفاض (زيادة) الإنفاق الاستثماري و الاستهلاكي

ثانياً- قناة أسعار الصرف:

تؤثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها على سعر الصرف و ذلك من ثم تأثير سعر الصرف على صافي الصادرات و تأثيره على ميزانية الشركات المالية وغير المالية و تالياً استعراض لآلية الانتقال النقدي عبر هذه القناة.

١- تأثير السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي من خلال تأثير سعر الصرف على صافي الصادرات:

نتيجة للانفتاح الاقتصادي ،فقد زادت أهمية تأثر سعر الصرف الاسمي و الحقيقي بالسياسة النقدية ،وما مدى انعكاس ذلك على النشاط الاقتصادي ككل ، فالسياسة النقدية و من خلال تأثيرها على سعر الصرف يمكن أن تؤثر على الأسعار – التضخم – ، حجم التجارة و الاستثمار ،و يتم ذلك من خلال تأثر سعر الصرف بسعر الفائدة قصير الأجل كمرحلة أولى وتأثير سعر الصرف أسعار المستوردات و الأسعارالمحلية و التي تتبعها تعديلات في المتغيرات الحقيقية كحجم المستوردات و حجم الصادرات و الاستثمار كمرحلة ثانية .

إن تطورات سعر الصرف الاسمي و الناشئة عن إجراءات السياسة النقدية يمكن أن تنتقل إلى التضخم المحلي في ظل تعديل أسعار السلع النهائية و المتوسطة المستوردة ، حيث تعتمد آلية الانتقال على نظام التسعيرالمتبع لدى الشركات الموردة ، فإذا تم التسعير في بلد المنتج فإن أي تغيرات تحدث في سعر الصرف سوف تنتقل أوتوماتيكياً إلى أسعار البلد المستورد, أما إذا تم تثبيت أسعار السلع المستوردة بالعملة المحلية للبلد المستورد فإن هذه التطورات لن تؤثر على الأسعار المحلية .

أما فيما يتعلق بقطاع الاستثمارات و تأثره بتطورات سعر الصرف فإن ذلك يعتمد على حجم مستورداته وقدرته التصديرية من و إلى الخارج ، و بعبارة أكثر دقة ،فإن انخفاض (ارتفاع) سعر الصرف سوف يزيد (يخفض) من حجم الاستثمارات إذا كانت الحصة التصديرية كبيرة و العكس إذا كانت المستوردات كبيرة، والجدير بالذكر إن تأثر السلع الاستثمارية بتطورات سعر الصرف أكبر من تأثر السلع الاستهلاكية بهذه التطورات (Burstein,el al,2004) ، يمكن أيضاح آلية انتقال الأثر النقدي للسياسة النقدية عبر هذه القناة على النحو التالي :

تعمل هذه القناة من خلال تأثير سعر الفائدة ، حيث عن طريقه ينتقل أثر السياسة النقدية إلى سعر الصرف ، إذا تؤدي السياسة نقدية التوسعية إلى انخفاض سعر الفائدة المحلي ، مما يجعل الأيداعات البنكية بالعملة المحلية أقل جذباً نسبة إلى الأيداعات بالعملة الأجنبية ، وكنتيجة لذلك فإن قيمة الأيداعات المحلية ستنخفض نسبة إلى الأيداعات بالعملة الأجنبية ، و بالتالي فإن سعر الصرف سينخفض (Depreciate) ،و انخفاض العملة المحلية سيجعل السلع المحلية أرخص نسبة إلى السلع الأجنبية ،مما يسبب زيادة في صافي

الصادرات (الفرق ما بين الصادرات و المستوردات) و بالتالي زيادة في الناتج و كما هو مبين أدناه :

$$M\uparrow \Rightarrow i_r\downarrow \Rightarrow E\downarrow \Rightarrow NX\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

حيث (E) تمثل سعر الصرف و (NX) تمثل صافي الصادرات ، وبقية المتغيرات كما تم تعريفها سابقاً.

٢- تأثير سعر الصرف على ميزانية الشركات:

تؤثر تقلبات سعر الصرف على الطلب الكلي من خلال تأثيرها على ميزانيات الشركات سواء المالية منها أو غير المالية ، حيث إن السياسة النقدية التوسعية غالباً ما يكون لها تأثير سلبي على الطلب الكلي إذا ما أدت إلى تخفيض في سعر الصرف .

مما سبق يتضح أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى تخفيض سعر الصرف أو تخفيض قيمة العملة المحلية الأمر الذي يتسبب في زيادة عبء الدين الذي ستتحملة الشركات كون أن هذه الشركات قد أبرمت عقود دينها الخارجي بالعملة الأجنبية ، وحيث إن أصول هذه الشركات هي بالعملة المحلية فإن قيمتها لن تزداد ،الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض صافي ثروة هذهالشركات ، وهذا يسبب تدهور ميزانياتها ، و بالتالي زيادة مشكلتي الأنتقاء السلبي و المخاطر المعنوية، والتي ستؤدي إلى تخفيض حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك ، مما ينعكس سلباً على كلاً من الاستثمار، والنشاط الاقتصادي ككل ، و يمكن تجسيد آلية حدوث ذلك على النحو التالي :

$$M\uparrow \Rightarrow E\downarrow \Rightarrow NW\downarrow \Rightarrow L\downarrow \Rightarrow I\downarrow \Rightarrow Y\downarrow$$

حيث إن (E) تمثل سعر الصرف و (NW) صافي الثروة و بقية المتغيرات كما تم تعريفها سابقاً.

ومما يجدر ذكره أن هنالك آلية أخرى يؤثر من خلالها انخفاض سعر الصرف على الطلب الكلي، و هي من خلال ميزانيات البنوك ، ذلك أن لدى البنوك الكثير من الالتزامات بالعملة الأجنبية ،و بالتالي سوف تزداد إذا ما إنخفض سعر الصرف هذا من جهة ، ومن جهة أخرى ،فإن انخفاض سعر الصرف سيزيد من عبء الديون المترتبة على الشركات و القطاع العائلي ، مما يضعف قدرتهم على السداد الأمر الذي ينعكس سلباً على ميزانيات البنوك المقدمة لهذه الديون ، سواء جانب الأصول منها أم جانب الألتزامات .

فضلا عن معظم الديون الممنوحة بالعملة الأجنبية هي ديون قصيرة الأجل وبالتالي فأن أي زيادة في قيمة هذه الديون سوف تقود إلى مشكلة سيولة ، لأن وقت تسديد هذه التسهيلات

الائتمانية سيكون في الأجل قصير ، كل هذا سيؤدي إلى إضعاف القدرة الإقراضية لهذه البنوك ، مما ينعكس سلباً على الاستثمار ومن ثم على النشاط الاقتصادي ككل.

إن تبني سياسية نقدية توسعية سوف تؤدي إلى تخفيض سعر الصرف مما يتسبب في تدهور ميزانيات البنوك مضعفاً بذلك قدرتها الإقراضية ، وهذا يؤدي إلى تخفيض حجم التسهيلات الائتمانية المقدمة من هذه البنوك ، مسببة بذلك انخفاض كل من الاستثمار و النشاط الاقتصادي ككل ، و يمكن تجسيد آلية حدوث ذلك على النحو التالي :

$$M\uparrow \Rightarrow E\downarrow \Rightarrow NW_b\downarrow \Rightarrow L\downarrow \Rightarrow I\downarrow \Rightarrow Y\downarrow$$

حيث إن (NW_b) هي صافي ثروة البنك

٥-٢ أثر السياسة النقدية على العرض الكلي– قناة التكاليف – :

يتضح مما سبق أن هنالك إرتباطاً ما بين تغيرات السياسة النقدية ومستوى الأسعار. (التضخم) ،ذلك إن السياسة النقدية المتشددة تؤدي إلى تخفيض كل من الناتج و التضخم عبر قنوات الانتقال النقدي السابقة ،إلا أن نتائج بعض البحوث التطبيقية قد أظهرت خلاف ذلك، حيث بينت أن السياسة النقدية المتشددة قد تؤدي إلى زيادة مستوى الأسعار، و ليس إلى تخفيضها (Rabanal,2003).

قد تبدو هذا النتائج التطبيقية متناقضة مع ما تقدم ، إلا أن هذه الظاهرة قد تم تأييدها من قبل الكثير من الباحثين الاقتصاديين ، من خلال أبحاثهم التطبيقية أمثال ((Galbraith,(1969),Shapiro(1981),Blinder,(1987)) و غيرهم ، و قد اصطلح على تسميتها بمعضلة الأسعار(Price Puzzle)، حيث تم تفسيرها بأن هنالك جزء من الجوانب غير المتوقعة للصدمة النقدية ، لم يتم قياسها بشكل جيد ، مما يدل على وجود مشكلة قياسية في منهجية الأبحاث التى أجريت على أثر الصدمات النقدية على المتغيرات الاقتصادية ، أو أن هنالك جانباً عرض للصدمة النقدية أو ما تم تسميته بقناة التكاليف .

أي أن للصدمة النقدية جانبين ؛ جانب طلب ، و الذي تعكسه قنوات الانتقال النقدي السابقة – قناة سعر الفائدة ، قناة الائتمان و قناة أسعار الأصول- و جانب عرض تعكسه قناة التكاليف ،و هي التي تجعل الأسعار (التضخم) ، و سعر الفائدة الاسمي يتحركان بالإتجاة نفسه بعد حدوث الصدمة النقدية ، و تعنى بالأثر النقدي للسياسة النقدية في المدى القصير.

إن أهمية جانب العرض للصدمة النقدية أو ما يسمى بقناة التكاليف تبرز من خلال أن السياسة النقدية تؤثر على سعر الفائدة ، و الائتمان الذين يؤثران بدورهما على قدرة الشركات على الإنتاج في المدى الطويل من خلال الاستثمار في رأس مال الثابت ، فإنه من

المتوقع أن تؤثر أيضاً على قدرة الشركات على الإنتاج فى المدى القصير من خلال الاستثمار فـــي رأس مـــال العامـــل فقـــد أظهـــرت نتـــائج بعـــض البحـــوث التطبيقيـــة أمثـــال Bernanke&Mihov,(1998),Christiano,Eichenbaum&Evans(1994),Bernanke&Gertler(1995) وغيرهم إن إستجابة بعض المتغيرات للصدمة النقدية كانت متفاوتة فقد كانت استجابة الناتج للسياسة النقدية الانكماشية بعد مدة إبطاء قدرت بحوالي أربعة شهور ،بينما كانت استجابة سعر الفائدة قصير الأجل متفاوتة إلا انه أظهرت النتائج أن سعر الفائدة يعود الى وضعه السابق بعد تسعة أشهر ، أما مستوى الأسعار لم يستجب إلا بعد حوالي سنتين ،و بعد ذلك يبدأ بالانخفـــاض بمستويات منخفضة .

و الحقيقة إن معظم هذه الدراسات هي تجريبية، و لم تقم بنمذجـــة تـــأثيرات جانـــب العرض للصدمة النقدية إلا إن نتائجها قد بينت أن السياسة النقدية الانكماشية سوف تؤدي إلـــى تخفيض حجم مبيعات الشركات الصغيرة نسبة إلى الشركات الكبيرة ،عـــن طريـــق تخفـــيض عرض الائتمان مما يعوق إنتاج الشركات الصغيرة ،و التي يترتب عليها دفع ثمن مدخلات الإنتاج قبل استلام عوائد بيع الإنتاج – المبيعات – ، حيث يتم تمويل ذلك من خلال الاقتـــراض من البنوك ،ونتيجة للصدمة النقدية السلبية فإن كلفة الإنتاج سترتفع وبالتالي فإن السياسة النقدية ستخفض من الناتج من خلال تاثيرها على العرض.

فإذا صاحب انخفاض الناتج ارتفاع في الأسعار دل ذلك على وجود قنـــاة التكـــاليف أو صدمة العرض، بينما إذا صاحبه انخفاض في الأسعار دل ذلك على وجود صدمة طلب.

الفصل الثالث

السياسة النقدية في الأردن

السياسة النقدية :

تعريف السياسة النقدية :

يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الإجراءات ،و الوسائل ،و الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي كونه ممثلاً للسلطة النقدية للتأثير في عرض النقد ،وحجم الائتمان ، أو بعبارة أكثر دقة للتأثير في حجم السيولة النقدية في الاقتصاد ، كما يمكن تعريفها بأنها تشتمل على جميع القرارت و الإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أم غير نقدية ، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي .

كما يمكن النظر إليها على أنها تعنى إدارة التوسع،و الانكماش في حجم النقد بغرض الوصول إلى أهداف معينة، و ضمن هذا السياق فإن جميع الإجراءات و التنظيمات النقدية و الصيرفية من أي نوع كانت تعدّ من مظاهر السياسة النقدية ما دامت ذات تأثير في تحديد حجم النقد المتوفر في الاقتصاد ، (السيد علي ،٢٠٠٤).

وتعرف السياسة النقدية بأنها مجموعة الإجراءات ،و الأدوات التي تعتمدها الدولة من خلال السلطة النقدية بهدف التحكم في عرض النقد بما يحقق الاستقرار النقدي خصوصاً و الاستقرار الاقتصادي عموماً ، أي إنها كل ما تعملة السلطة النقدية من أجل تحقيق استقرار النقد ،و أداء و ظائفة الاقتصادية و الإجتماعية بصورة كاملة ومتزنة (حسين رحيم ، ٢٠٠٦)

كما تعرف السياسة النقدية بأنها الإجراءات المعتمدة للحكومة ،و السلطات النقدية لإدارة عرض النقد و سعر الفائدة و ذلك لتحقيق أو المحافظة على التوظيف الكامل ، و تنظم السياسة النقدية عرض النقد من خلال عدة وسائل رئيسة ، أو أدوات رئيسة تستخدم لرقابة و إدارة الائتمان ، و التي تكون وسائل كمية توجة للتأثير على الحجم الكلي للائتمان في النظام المصرفي ، كعمليات السوق المفتوحة ، تغيير نسبة الإحتياطي ،و التغير في سعر الخصم الذي تدفعة البنوك المرخصة للإقتراض من البنك المركزي .

كما وقد تكون وسائل نوعية لمراقبة الائتمان ، وهي تلك الوسائل التي توجة إلى استحدام معين و ليس إلى الحجم الكلي للائتمان،و من الأمثلة على هذه الوسائل ، تنظيم قروض السندات ، تنظيم الائتمان للمستهلكين ، تحديد حصص الائتمان ،التأثير أو الإقناع الأدبي و الرقابة المباشرة (خليل ،١٩٨٢)

مما سبق يمكن أن نخلص إلى أن محتوى السياسة النقدية يتمثل في إدارة عرض النقد بمختلف مكوناته بهدف تحقيق الاستقرار النقدي ، ومن ثم الاستقرار الاقتصادي ككل بما يخدم في المحصلة قنوات ثلاث رئيسة هي: إعادة توزيع الدخل ، إدارة مستوى الطلب الكلي و حفز النمو الاقتصادي من خلال التحكم في الإصدار النقدي و منظومة الائتمان.

أهداف السياسة النقدية :

تختلف أهداف السياسة النقدية باختلاف مستوى النمو الاقتصادي من دولة لأخرى كما قد تختلف داخل البلد الواحد، ومن مرحلة لأخرى تبعاً للظروف الاقتصادية التي يمر بها ذلك البلد ، و تصنف أهداف السياسة النقدية على النحو التالي :

١- أهداف تشغيلية تؤثر بها أدوات السياسة النقدية (معدل فائدة الإقراض بين البنوك ، هامش الفائدة ما بين معدلات الفائدة على شهادات الأيداع لأجل ثلاثة أشهر ، و معدلات الفائدة على أذونات الخزينة لأجل ثلاثة أشهر) ،(المجالي،٢٠٠٨)

٢- أهداف وسيطة تتمثل بثلاثة أهداف كمية هي :مجاميع النقد أو الائتمان ، معدل الفائدة و معدل الصرف .

٣- أهداف نهائية تتمثل في حفز النمو الاقتصادى تحقيق الاستقرار في الأسعار ، و التوازن الخارجي و التشغيل الكامل (حسين رحيم،٢٠٠٦).

وقد بين تقرير لجنة رادكليف (Radcliffe Committee) عن النظام النقدي ،و الذي قدم في انجلترا عام ١٩٥٩، أن هنالك عدة أهداف للسياسة النقدية من أهمها :

١- تحقيق مستويات مرتفعة و مستمرة من التوظيف

٢- استقرار القوة الشرائية للنقود

٣- تحقيق معدلات معقولة و مناسبة للنمو الاقتصادي ، وتحسين الظروف المعيشية

السياسة النقدية في الأردن:

يتمثل الدور الرئيس للبنوك المركزية في تنظيم سوقي النقد ،و الائتمان و ذلك لتحقيق الأهداف الاقتصادية المنشودة ،و التي تتمثل بالحد من البطالة ، استقرار الأسعار ،وتحقيق النمو الاقتصادي المستدام ، والمحافظة على وضع مناسب لميزان المدفوعات ، و مما لا شك فيه أن تلك البنوك تمتلك من الأدوات ما يمكنها من تحقيق هذه الأهداف.

إلا أن الهدف الرئيس لسياساتها النقدية يتمحور في ضبط حجم سيولة القطاع المصرفي و ذلك من خلال التأثير على حجم الائتمان ،و من ثم التأثير في عرض النقد ، لذا فإن البنوك المركزية تهتم و بشكل مستمر بكمية السيولة المتوفرة لدى الجهاز المصرفي و التي تسعى

لضبطها من خلال أدواتها المختلفة ،و تالياً استعراض لأهم جوانب السياسة النقدية في الأردن من حيث تطورها ، أهدافها و أدواتها.

١- تطور السياسة النقدية في الأردن:

تقسم مراحل تطور السياسة النقدية في الأردن إلى مرحلتين تمتد المرحلة الأولى من عام ١٩٦٤ إلى ١٩٨٩و قد غلب عليها طابع التدخل المباشر و المرحلة الثانية هي مرحلة التسعينيات و قد غلب عليها طابع الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية (البنك المركزي الأردني، عدد خاص ٢٠٠٤) و تالياً استعراض موجز لهاتين المرحلتين.

أ- مرحلة التدخل المباشر :

امتدت هذه المرحلة منذ أن بدء البنك المركزي بممارسة نشاطة في عام ١٩٦٤و استمرت حتى أواخر الثمانينيات، و ظهور الأزمة الاقتصادية ،و المالية ، و قد تميزت هذه المرحلة بطابع التدخل المباشر ،و استحدام الأدوات التقليدية للسياسة النقدية كسعر إعادة الخصم و نسبة الإحتياطي النقدي الإلزامي بهدف ضبط السيولة المحلية .

و في عام ١٩٨٨ استحدم البنك المركزي عمليات السوق المفتوحة لبيع و شراء أوراق الدين العام وذلك للتأثير على مستوى السيولة المحلية إلا أن تأثير هذه الأداة كان محدوداً بسبب عدم كفأية الإصدارات الحكومية لأوراق الدين العام من جهة و ضعف السوق الثانوية لتلك الأوراق من جهة أخرى .

كما تدخل البنك المركزي الأردني في تحديد حجم وكلفة ووجهة الائتمان ،و التأثير على هيكل المحافظ المالية للبنوك ، فقد قام البنك المركزي بتحديد أسعار الفوائد المدينة ،و الدائنة في السوق المصرفي الأردني ، و فرض سقوفاً ائتمانية.

و الجدير بالذكر أنه ، و بالرغم من تحقيق سياسة التدخل المباشر لبعض أهدافها إلاّ أن تطبيقها قد أفرز سلبيات عدة تمثلت في خلق تشوهات هيكلية في السوق المصرفي و إساءة تخصيص الموارد، حيث تعمقت هذه السلبيات نتيجة للأزمة الاقتصادية في أواخر الثمانينيات مما أدى إلى ارتفاع المديونية الخارجية، و تفاقم عجز الموازنة،و تراجع معدلات النمو الاقتصادي و تدهور سعر صرف الدينار الأردني ،و ارتفاع معدلات التضخم ،مما دفع البنك المركزي إلى التراجع عن تلك السياسة ،و تبني أسلوب الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية .

ب- مرحلة الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية:

نتيجة لتدهور الأوضاع الاقتصادية بسبب الأزمة المالية و الاقتصادية ، باشرت الحكومة الأردنية وبالتعاون مع صندوق النقد الدولي و البنك الدولي بتطبق برنامج إصلاح اقتصادي شمل معظم القطاعات الاقتصادية ومن ضمنها القطاع النقدي .

و من أهم تلك الإصلاحات النقدية هو التحول نحو قوى السوق في إدارة السياسة النقدية و تمثل ذلك في تحرير أسعار الفوائد في السوق المصرفي بشكل تدريجي ، حيث بدأ بتحرير سعر الفائدة على الودائع ، ثم امتد ليشمل أسعار الفوائد على التسهيلات الائتمانية ، مما هيَّأ البيئة المناسبة لتبني البنك المركزي لعمليات السوق المفتوحة كأداة رئيسة لإدارة السياسة النقدية .

إلا أنه و نتيجة لعدم كفأية إصدارات الأوراق الحكومية فقد لجأ البنك المركزي في أواخر عام ١٩٩٣ إلى إصدار شهادات أيداع الخاصة به لهذه الغأية ، و أصبح يعتمد على إصدار شهادات الأيداع لأجل ثلاثة اشهر و ستة أشهر لامتصاص السيولة الفائضة لدى الجهاز المصرفي ، وبالتالي تنظيم نمو السيولة في الاقتصاد الأردني .

و مما يجدر ذكره ان السياسة النقدية للبنك المركزي،قد أخذت إتجاهات متبأينة بين التشدد و التساهل و بحسب التطورات الاقتصادية سواء المحلية أو الدولية ، و يمكن القول أن حقبة التسعينيات تميزت بسياسة نقدية متشدة هدفت إلى تخفيض معدلات التضخم كما حدث في بدأية التسعينيات و تعزيز استقرار سعر الصرف كما حدث في أواسط التسعينيات .

تميزت السياسة النقدية في عام ١٩٩٧ بتراجع في مستوى التشدد فزادت السيولة خلال النصف الأول منه بشكل ملموس ، الأمر الذي شجع البنك المركزي على اعتماد سياسة طرح شهادات الأيداع بالدينار عن طرق المزاودة ، مما أدى إلى تراجع حاد في أسعار الفائدة على هذه الشهادات ،و انخفضت الاحتياطيات النقدية الإلزامية على العملات الأجنبية من ٣٥% إلى ١٥% كما أزيلت القيود عن الإقراض بالعملات الأجنبية ،مما أدى في المحصلة إلى زيادة السيولة بالدينار .

كما تميز عام ١٩٩٩ ببعض اليسر في السياسة النقدية و تمثل ذلك في خفض سعر الفائدة على مختلف أدوات السياسة النقدية إلى أدنى مستوى لها ، وواصل البنك المركزي انتهاج سياسة نقدية مرنة ،فعلى صعيد أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية فقد أجرى البنك المركزي في شهر أيار ٢٠٠٧ تعديلاً على هيكل سعر فائدة اتفاقيات إعادة الشراء ،حيث

سمح للبنوك المرخصة بتنفيذ اتفاقيات إعادة الشراء مع البنك المركزي لليلة واحدة بدلاً من أسبوع و بسعر فائدة بلغ آنذاك ٧,٢٥%.

كما خفض البنك المركزي ،و لمرة واحدة أسعار الفائدة على كافة أدوات السياسة النقدية ٥٠ نقطة أساس انسجاماً مع انخفاض أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي ،و لمواكبة التطورات الاقتصادية المحلية ،و الدولية (البنك المركزي الأردني ، التقرير ٢٠٠٧)

أهداف السياسة النقدية في الأردن :

يعدّ البنك المركزي الأردني السلطة النقدية التي تقوم بإدارة السياسة النقدية في الأردن ، لذا فإن أهداف السياسة النقدية في الأردن تنبثق من الأهداف ،و الغأيات المناطة بالبنك المركزي الأردني،و الذي أسس من أجلها ، و تتمثل هذه الأهداف في المحافظة على الاستقرار النقدي في المملكة ، وضمان قابلية تحويل الدينار الأردني ، و تشجيع النمو الاقتصادي المطرد (الوزني،١٩٩٦) و تالياً استعراض مختصراً لهذه الأهداف .

أولاً : المحافظة على الاستقرار النقدي في المملكة :

تهدف السياسة النقدية في الأردن إلى المحافظة على الاستقرار النقدي و يتمثل ذلك بالآتي:

١- المحافظة على معدل تضخم مقبول و مستقر .

نظراً للتطورات الاقتصادية المحلية ،و الدولية فقد انتهج البنك المركزي سياسة نقدية توازن بين متطلبات النمو الاقتصادي ،و احتواء الضغوط التضخمية ،و قد استند على عدة محأور للتحقيق ذلك تمثلت بما يلي:

ا- الإستمرار بانتهاج أسلوب الإدارة غير المباشرة لأدوات السياسة النقدية ، فقد استمر باستحدام عمليات السوق المفتوحة ،و المتمثلة بإصدار شهادات الأيداع بهدف ضبط السيولة المحلية .

ب- الإستمرار في توجية أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية ،بما ينسجم مع التطورات الدولية و المحلية .

ج- اتخاذ مجموعة من التدابير ذات العلاقة بالرقابة على البنوك للمحافظة على سلامة و منعة الجهاز المصرفي.

٢- المحافظة على سعر الصرف مستقراً :

تبنى البنك المركزي سياسة ربط الدينار الأردني مع الدولار بهدف زيادة الثقة بالدينار الأردني بشكل خاص ،و الاقتصاد الأردني بشكل عام ، و قد آتت هذه السياسة أكلها فقد عززت التدفقات الاستثمارية ،و زادت من تنافسية الصادرات الأردنية و رفعت الاحتياطيات الأجنبية لدى البنك المركزي .

و الجدير بالذكر أن هذه السياسة تخضع بشكل دوري للتقيم ،و المراجعة للوقوف على مدى ملاءمتها لأساسيات الاقتصاد الأردني أخذاً بعين الاعتبار الخصائص الهيكلية للاقتصاد الأردني ،و طبيعة علاقاته التجارية ،و الاستثمارية مع دول العالم، و طبيعة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الأردني سواء على المستوى المحلي على صعيد الأسواق النقدية و المالية أو المستوى الخارجي على صعيد أسواق النفط و السلع الأساسية و المواد الغذائية .

فقد طلب من صندوق الدولي إجراء دراسة تقيمية لسياسة سعرالصرف الأردني و بيان مدى ملاءمتها للاقتصاد الأردني ، و قد خلصت تلك الدراسة إلى أن سياسة سعر الصرف الحالي تلائم الاقتصاد الأردني ،و بل و أوصى صندوق النقد الدولي بالاستمرار بانتهاج تلك السياسة.

٣- أيجاد هيكل أسعار فائدة ينسجم و حجم النشاط الاقتصادي:

يتمثل ذلك في أيجاد هيكل أسعار الفائدة الرئيسة ضمن الحدود المستهدفة في نظام المنافذ ، حيث يقوم هذا النظام بتوجية أسعار الفائدة قصيرة الأجل ضمن حدود مستهدفة لتحقيق أهداف السياسة النقدية المنشودة ، و قد سعى البنك المركزي إلى المحافظة على هامش موجب لصالح الدينار من أجل المحافظة على جاذبية الدينار الأردني كوعاء ادخاري و ضبطة لحجم الإقراض ما بين البنوك بحيث لا تزيد عن٨% من رصيد شهادات الأيداع و نافذة الأيداع لليلة واحدة .

ثانياً : ضمان قابلية تحويل الدينار:

و يسعى البنك المركزي إلى تحقيق هذا الهدف من خلال ما يلي:

ا- تلبية البنك المركزي لطلبات الجهاز المصرفي و الحكومة من العملات الأجنبية .

ب- المراقبة المستمرة لأسعار صرف العملات الرئيسة .

ج- مراقبة أعمال الصرافين للتحقق من مدى تقيدهم بتعليمات البنك المركزي.

ثالثاً : تشجيع النمو الاقتصادي:

يساهم البنك المركزي في تحفيز النشاط الاقتصادي من خلال المحاور الثلاث التالية :

١- تحقيق الاستقرار النقدي:

و تتمثل عناصره في تحقيق استقرار في المستوى العام للأسعار،و استقرار سعرصرف الدينار، و خلق هيكل أسعار فائدة ينسجم مع الظروف الاقتصادية سواء المحلية منها ،أو الدولية ،و ذلك من خلال تنظيم نمو السيولة المحلية في الاقتصاد الأردني ،بما يتناسب تمويل النشاط الاقتصادي الحقيقي .

٢- تهيئة البيئة المصرفية المناسبة:

تعدّ البيئة المصرفية المناسبة متطلباً رئيساً لضمان كفاءة تخصيص الموارد و بالتالي توفير التمويل المناسب للنشاط الاقتصادي ، حيث تلعب وحدات الجهاز المصرفي دوراً بارزاً في تحفيز النشاط الاقتصادي ،و ذلك لكونها حلقة وصل ما بين وحدات الفائض ووحدات العجز في الاقتصاد أي بين المدخر،و المستثمر (طوقان ،٢٠٠٥) و ضمن هذا السياق فقد عمل البنك المركزي على :

١- تعزيز سلامة و منعة الجهاز المصرفي، و ذلك من خلال رفع الحد الأدنى لرأس مالها من ٢٠مليون دينار إلى ٤٠ مليون دينار ،و رفع الحد الأدنى لمعدل كفأية رأس المال إلى ١٢% بالمقارنة مع النسبة المقررة في لجنة بازل و البالغة ٨% ، هذا فضلاً عن إصدار تعليمات تتعلق بمكافحة غسيل الأموال .

٢- تعزيز الرقابة المصرفية عن طريق فرض حدود قصوى للتركزات الائتمانية المباشرة وغير المباشرة ، ووضع حد أدنى لنسبة حقوق المساهمين ، يضاف لذلك تطبيق مفاهيم الرقابة الشاملة ،و التي تشتمل على التفتيش الميداني لمختلف فروع البنك الواحد و تطبيق معأير المحاسبة الدولية .

٣- تعزيز المنافسة في القطاع المصرفي وذلك بإزالة المزأيا التفضلية التي كانت تتمتع بها بعض البنوك في مجال التسليف ، و توحيد نسبة الاحتياطي الإلزامي على كافة انواع الودائع بالدينار و بالعملات الأجنبية ، و تشجيع البنوك على الإندماج لخلق موسسات مصرفية قوية و ذات قاعدة رأس مالية قوية تمكنها من المنافسة محلياً و دولياً .

٣- تطوير سوق راس المال :

مما لا شك فيه أن لسوق رأس المال دوراً مهماً في تحفيز النشاط الاقتصادي ، و ذلك لكونه يعد و عاء ضرورياً لحشد و تعبئة المدخرات الوطنية و جذب الاستثمارات الأجنبية و قد لعب البنك المركزي دوراً حيوياً في تطوير سوق راس المال تمثل في التنسيق مع وزارة المالية لإصدار أذونات ، و سندات خزينة و بشكل دوري و منتظم .

كما ساهم في إنشاء الشركة الأردنية لإعادة الرهن العقاري كمصدر تمويلي متوسط و طويل الأجل للبنوك ،و الشركات المالية المانحة للقروض السكنية (البنك المركزي الأردني ، التقرير السنوي ،٢٠٠١) ، و الشركة الأردنية لضمان التسهيلات الائتمانية كشركة داعمة لقطاع المشاريع الصغيرة، و المتوسطة من خلال تقديم الضمانات اللازمة للبنوك لتمويل هذه المشاريع ، و هذا بالإضافة إلى تشجيعة البنوك و الشركات على استحداث أدوات رأس مالية كشهادات الأيداع و إسناد القرض و السندات .

السياسة النقدية في الأردن و برامج التصحيح الاقتصادي:

يتميز الاقتصاد الأردني بصغر حجمه ،و قلة موارده مما جعلاه أكثر انفتاحاً و اعتماداً على العالم الخارجي سواء الإقليمي منه أو الدولي، في تحقيق أهدافه التنموية و تلبية احتياجاته الأساسية ، و ذلك من خلال اعتماده على المساعدات الخارجية ، حوالات العاملين ، التجارة الخارجية ، و هذا جعله عرضه لكل ما يجري من أحداث، و تقلبات في الاقتصاديات الإقليمية و الدولية ، و المتتبع لمسيرة الاقتصاد الأردني يلحظ أنه قد مر خلال مسيرته بعدة مراحل تتمثل بما يلي:

١- مرحلة الازدهار و الانتعاش الاقتصادي .

٢- مرحلة الركود الاقتصادي .

٣- مرحلة التكيف و الإصلاح .

و سيتم التركيز على المرحلة الثالثة كونها تقع ضمن حقبة الدراسة ، إلا أنه لا ضير من إعطاء لمحة مختصرة عن المرحلتين الأولى و الثانية .

أولاً - مرحلة الازدهار و الانتعاش الاقتصادي:

شهد الاقتصاد الأردني خلال هذه المرحلة و الممتدة من عام ١٩٧٦ إلى عام ١٩٨٢ نموا كبيراً في مختلف انشطته الاقتصادية ، وقد تجلى ذلك في منتصف السبعينيات نتيجة لتأثر الاقتصاد الأردني بارتفاع أسعار البترول نتيجة للأزمة النفط العالمية التي ولدت انتعاشاً اقتصادياً للدول النفطية ، مما أدى إلى زيادة حجم المساعدات المالية المقدمة من

دول الخليج للأردن ، و زيادة حوالات الأردنيين العاملين في الخليج ، و زيادة حجم الصادرات الأردنية للدول المجاورة ، الأمر الذي ولد وفرة كبيرة في السيولة المحلية وهذا أدى إلى توسع المصارف في تقديم التسهيلات الائتمانية ، وزيادة الطلب على كل من الاستثمار و الاستهلاك .

دور السياسة النقدية خلال هذه المرحلة:

في ظل هذه الظروف قام البنك المركزي بانتهاج سياسة نقدية متشددة بهدف التأثير على عرض النقد بشكل ينسجم مع الظروف الاقتصادية ، فقد رفع البنك المركزي نسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع بشكل تدريجي من ١٥% على ودائع تحت الطلب ، ١٢% ودائع توفير في عام ١٩٦٧ إلى ١٦% و١٣%على التوالي عام ١٩٧٩ بهدف ضبط السيولة المحلية ، كما قام بتخفيض سقف الائتمان من ٧٥% عام ١٩٧٦ إلى٧٠% ومن ثم إلى ٦٧,٥% عام ١٩٧٩ ، و رفع سعر إعادة الخصم تدريجياً بهدف الحد من القدرة الإقراضية للبنوك للقطاعات الاقتصادية .

ثانياً- مرحلة الركود الاقتصادي:

تميزت هذه المرحلة، و التي امتددت من عام ١٩٨٣ إلى عام ١٩٨٨ بتراجع في حوالات العامليين ،تراجعاً كبيراً في حجم المساعدات العربية ، إنحسار أسواق التصدير بالنسبة للمنتجات الأردنية ، وذلك نتيجة لانخفاض أسعار النفط الذي أثر سلباً على الاقتصاديات الإقليمية و الدولية و التي أثرت سلباً على الاقتصاد الأردني و أدت إلى ظهور أزمة المديونية عام ١٩٨٨ وما نجم عنها من أزمة اقتصادية ومآلية ، تمثلت بانخفاض سعرصرف الدينار ، ارتفاع مستويات الأسعار ،...الخ .

دور السياسة النقدية خلال هذه المرحلة:

انتهج البنك المركزي في هذه المرحلة سياسة نقدية توسعية تمثلت بما يلي:

١- قام البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياطي بشكل تدريجي من ١٦% على الودائع تحت الطلب و١٣%على ودائع التوفير عام ١٩٧٩إلى ١٥%و١٢% على التوالي عام ١٩٨٠، ثم قام بتخفيضها مرة أخرى إلى١٤% و١١% على التوالي في أيلول من العام نفسة ، و استمر سيناريو التخفيض إلى أن تسأوت النسبتان وذلك عام ١٩٨٨ ، وأصبحت الودائع كلها بالدينار تعامل معاملة واحدة و بالنسبة نفسها ٩%.

٢- زاد البنك المركزي حجم الائتمان بهدف تمويل عملية التنمية الاقتصادية ، وذلك بإلزام البنوك باستثمار ما نسبة ٤% كحد أدنى من ودائعها في أذونات الخزينة ،و السندات

الحكومية ،و سندات المؤسسات العامة ،كما ألزمها على استثمار ١٥% من رأس مالهـا و إحتياطياتها في أسهم الشركات المساهمة العامة .

٣- خفض البنك سعر الخصم إلى ٦,٥% و بقي سائداً إلى ١٩٨٦، ثم خفضه إلى ٥,٧٥ و بقي كذلك حتى عام ١٩٨٧.

والجدير بالذكر أنه ،و بالرغم من محاولات السياسة النقدية في هذه المرحلـة التـأثير أيجاباً على أداء الاقتصاد الأردني إلا أن الظروف الاقتصادية كانت أقوى ، وأثرت بـشكل قوي على الاقتصاد الأردني مسببة نشوء ازمة المديونية ، مما حدا بالحكومة الأردنية إلى تبني برامج الإصلاح الاقتصادي .

ثالثاً – مرحلة التكيف و الإصلاح:

نتيجة للظروف الاقتصادية الصعبة التي مر بها الاقتصاد الأردنـي مـع نهأيـة عقـد الثمانينيات، و دخوله عقد التسعينيات محملا بأعباء أزمة اقتصادية انتهت بانخفـاض قيمـة الدينار إلى النصف ، و لتعثر السياسة النقدية في معالجة هذا الوضع فقد كان لزاما علـى الحكومة الأردنية اللجوء إلى المؤسسات المالية الدولية،و المتمثلة بصندوق النقد الـدولي والبنك الدولي لمواجهة أعباء هذه الأزمة .

لذا قامت الحكومة الأردنية بتبني برامج تصحيح اقتصادي لإعادة هيكلة الاقتـصاد الأردني ، و استئناف مسيرة التنمية في إطار من الاستقرار النقدي والمالي ، وتحسين البيئة الاقتصادية الكلية، و تحقيق التوازن الداخلي والخارجي، من خـلال معالجـة الاخـتلالات الهيكلية في الاقتصاد الأردني ، فبدءاً بتطبيق برنامج التصحيح الاقتصادي الأول في عـام ١٩٨٩ ليشمل الحقبة (١٩٨٩-١٩٩٣) وكان يهدف إلى تحقيق الأهداف التالية:

١- تخفيض معدل التضخم من ١٤% عام ١٩٨٩ إلى ٧% في نهأية مدة البرنامج ،بهـدف تحقيق الاستقرار النقدي للمحافظة على سعر صرف الدينار ، و قد عرض البرنـامج عـدة إجراءات للوصول لذلك تمثلت بتعويم أسعار الفوائد على التسهيلات الإئيمانيـة ،و اعتمـاد سقوف ائتمانية ووضع سقوف سنوية للإقتراض الحكومي ، وفرض سقف لنمو عرض النقد بيحث لا يتجاوز ١١% في نهأية مدة البرنامج ،و زيادة الإعتماد على الموارد الذاتيـة فـي تمويل العجز المالي .

حيث هدف البرنامج إلى تخفيض العجز المالي تدريجياً من ٢٣,٧% من الناتج المحلـي في عام ١٩٨٨ إلى ١٠% عام ١٩٩٣ ،والعمل على بناء الإحتياطيات الأجنبية بما يـضمن تحقيق استقرار سعر صرف الدينار

٢- زيادة وتيرة النمو الحقيقي للاقتصاد ليصل في نهأية مدة البرنامج إلى ٤%.

و يبين الجدول رقم (١) التالي بعض الأهداف الرقمية لبرنامج التصحيح الاقتصادي الأول للحقبة (١٩٨٩-١٩٩٣)

جدول رقم (١)

الأهداف الرقيمة لبرنامج التصحيح الاقتصادي الأول (١٩٨٩-١٩٩٣)

البيان	١٩٨٨	١٩٨٩		١٩٩٠		١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣
		فعلي	مقدر	فعلي	مقدر			
نمو GDP %	-٣,٥	-١٦,٦	٠,٠	٣,٢	٣,٤	٣,٨	٤	٤
نمو عرض النقد	١٢,١	١٨,١	١٤	٥٣,٣	١٣	١٣	١٣	١١
التضخم	٤,٦	٢٥,٦	١٤	١٦,٢	١٢,١	١٠,٢	٨,٧	٧,٣

المصدر : وزارة المالية، برنامج التصحيح الاقتصادي

و قد حقق الاقتصاد الأردني تقدما ملحوظاً تجاه تحقيق أهداف البرنامج في بدأيات تطبيقه، إلا أنه ، وبسبب اندلاع حرب الخليج وما نتج عنها من عودة العمالة الأردنية ، و انخفاضٍ في معدل الدخل الحقيقي ، و ارتفاع معدلات التضخم و توقف المساعدات الخارجية توقف العمل بالبرنامج ،و أصبح من الصعب على الاقتصاد الأردني تحقيق الأهداف المرجوة من برنامج التصحيح ، مما دفع الحكومة الأردنية إلى الاتصال بصندوق النقد الدولي و البنك الدولي لصياغة برنامج تكيف ،و إصلاح جديد يبدأ تطبيقه في عام ١٩٩٢ و يشمل الحقبة (١٩٩٢-١٩٩٨) وتمثلت أهم أهدافه بما يلي:

١- تخفيض معدلات التضخم من ٩,٢% عام ١٩٩٢ إلى ٤,٥% في نهأية مدة البرنامج

٢- وضع سقف لنمو عرض النقد بحيث لا يتجاوز ٩% وذلك لمواجهة الضغوط التضخمية

٣- زيادة معدل النمو الاقتصادي من ٣% إلى ٤,٣% عام ١٩٩٨.

٤- تخفيض معدلات نمو التسهيلات الائتمانية للحكومة من ٢,٢% عام ١٩٩٢ إلى 0.7% عام ١٩٩٨ و بالمقابل زيادته من ٦,١% عام ١٩٩٢ إلى ٨,١% عام ١٩٩٨ بالنسبة للقطاع الخاص .

و يبين الجدول رقم (٢) معدلات النموالمستهدفة في برنامج التصحيح الاقتصادي الثاني للمدة (١٩٩٢-١٩٩٨) .

جدول رقم(٢)

معدلات النمو المستهدفه في برنامج التصحيح الاقتصادي الثاني للمدة (١٩٩٢-١٩٩٨)

السنة	معدل نمو الناتج المحلي %	معدل التضخم %	معدل نمو عرض النقد %	معدل نمو التسهيلات الائتمانية للكحومة %	معدل التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص%
١٩٩٢	٣	٩,٢	٩	٢,٢	٦,١
١٩٩٣	٣,٤	٧,٧	٩	١,٨	٨,٣
١٩٩٤	٣,٧	٦,٥	٩	–	٩,٢
١٩٩٥	٣,٧	٥,٦	٩	0.1	٧,٧
١٩٩٦	٣,٨	٤,٨	٩	0.1	٧,٩
١٩٩٧	٤,١	٤,٦	٩	٠,٣	٨,٧
١٩٩٨	٤,٣	٤,٥	٩	٠,٧	٨,١

المصدر : تقارير البنك المركزي للسنوات ١٩٩٢-١٩٩٨

كما يبين الجدول رقم (٣) معدلات النمو الفعلية لكل من الناتج المحلي و التضخم و عرض النقد و التسهيلات الائتمانية لنفس المدة

جدول رقم(٣)

معدلات النمو الفعلية للناتج المحلي و التضخم و عرض النقد و التسهيلات الائتمانية (نسب مئوية)

السنة	معدل نمو الناتج المحلي %	معدل التضخم %	معدل نمو عرض النقد %	معدل نمو التسهيلات الائتمانية الممنوحة للكحومة %	معدل نمو التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص%
١٩٩٢	١١,٣	٤	١٢,٨	٣	١٢,٣
١٩٩٣	٥,٨	٤,٧	٩,٣	١٢,٣	١٩,١
١٩٩٤	٥,٧	٤	٨	١٢,٤-	١٩,٦
١٩٩٥	٦,٤	٢,٩	٦,٦	١,٦-	١٥,٥
١٩٩٦	٥,٢	٦,٥	٠,٣	٦,٤-	٥,١
١٩٩٧	٠,٣	٣	٧,٨	٤,٦-	٥,١
١٩٩٨	٢,٢	٣,١	٧,٦	٤٤,٣	٧,٨

المصدر : تقارير البنك المركزي للسنوات ١٩٩٢-١٩٩٨

و يتضح من خلال مقارنة الجدولين السابقين أن السياسة النقدية قد نجحت في السيطرة على معدلات التضخم ،و تمكنت من تخفيضها إلى ٣,١% فى نهأية مدة البرنامج ،و تحقيق معدلات نمو عرض النقد متفقة مع المعدلات المستهدفة.

و استكمالاً لجهود التصحيح الاقتصادي فقد تبنت الحكومة الأردنية في شهر نيسان من عام ١٩٩٩ برنامجاً ثالثاً للتصحيح الاقتصادي للمدة (١٩٩٩-٢٠٠٢) تمثلت أهدافه الرئيسة بما يلي :

١- رفع معدل النمو الاقتصادي الحقيقي بشكل مضطرد .

٢- المحافظة على نسبة تضخم منخفضة .

٣- تعزيز و ضع الإحتياطيات من العملات الأجنبية .

٤- تحقيق المزيد من الانخفاض في الرصيد القائم للديون الخارجية للحدّ من مشكلتي البطالة و الفقر

و يبين الجدول رقم (٤) بعض التطورات الفعلية للقطاعين الحقيقي و النقدي مقارنه مع توقعات برنامج التصحيح الاقتصادي.

جدول رقم (٤)

معدلات النمو الفعلية و المستهدفة للناتج المحلي و التضخم و السيولة المحلية (نسب مئوية)

البيان	١٩٩٩		٢٠٠٠		٢٠٠١	
	برنامج	فعلي	برنامج	فعلي	برامج	فعلي
نمو GDP %	٢	٣,١	٢,٥	٤	٣,٥	٤,٢
نمو السيولة المحلية	٨,٢	١١,٤	٨,٧	١٠,٢	٨,٤	٥,٨
التضخم	١,٩	٠,٦	٢,٨	٠,٧	٢,٤	١,٨

المصدر : تقرير البنك المركزي السنوي لعام ٢٠٠١

ويتضح من خلال الجدول أعلاه أن السياسة النقدية التي انتهجها البنك المركزي على مدار سنوات البرنامج قد نجحت في الوفاء بالأهداف المتفق عليها ، فقد نمت السيولة المحلية بمعدلات فاقت توقعات البرنامج بشكل ملحوظ في الأعوام ١٩٩٩و٢٠٠٠، بينما كان نمو السيولة المحلية أقل من توقعات البرنامج في عام٢٠٠١ .

إلا أن معدل نموها تجاوز معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث نما الأخير إلى ٤,٢ % في عام ٢٠٠١ ، أما فيما يتعلق بالمستوى العام للأسعار فقد أمكن المحافظة على نسبة تضخم متدنية ودون ٢% على مدار سنوات البرنامج . في حين تمثلت أهداف السياسة النقدية في الأردن في ظل تبني الأردن لبرامج التصحيح الاقتصادي بما يلي :

١- استقرار سعر الصرف .

٢- استقرار أسعار الفائدة .

٣- تقيد مستوى الائتمان .

٤- تحرير تعليمات مراقبة العملة تدريجياً.

٥- إتباع سياسات الائتمان الموجة للصناعات ذات أولوية الاقتصادية .

أدوات السياسة النقدية :

تصنف الأدوات النقدية التي تستخدمها السلطة النقدية في التأثير على حجم الائتمان المصرفي و عرض النقد إلى أدوات نقدية مباشرة ،و أدوات نقدية غير مباشرة ،و تالياً سيتم استعراض هذين الصنفين :

١- **الأدوات النقدية المباشرة :**

تشتمل أدوات السياسة النقدية المباشرة على الأدوات، و الوسائل التي توجه للتأثير في حجم و نوع الائتمان المصرفي ،و ذلك بهدف تنظيم الاستثمار ،والتأثير في قدرة الجهاز المصرفي على خلق نقود الائتمان و توجيهه نحو قطاعات اقتصادية معينة من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية المنشودة و تتمثل الوسائل الأساسية للإدارة النقدية المباشرة بما يلي:

١- **تنظيم قروض السندات :**

يقوم البنك المركزي بتحديد هامش التسهيلات الائتمانية لأغراض السندات،و هو عبارة عن نسبة من قيمة السندات التي يستطيع البنك منحها كتسهيلات ائتمانية للمقترضين المتعاملين في سوق المضاربة (T.T. Seth.1996) أو بعبارة أكثر دقة هو الفارق ما بين قيمة القرض و القيمة السوقية و يتم تحديده بحسب الوضع الاقتصادي السائد .

٢- **تنظيم الائتمان للمستهلكين :**

تتم عملية التنظيم من خلال وضع ترتيبات معينه تمكن المستهليكن من شراء السلع و الخدمات فوراً و تأجيل دفع ثمنها لوقت للاحق ، وتساعد هذه الأداة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، حيث يتم التشدد في شروط إقراض المستهليكن في حالة الضغوط التضخمية ، و التساهل في حال عدم وجودها ، و تبرز أهمية هذه الأداة في حالة الدخول المرتفعة و ندرة السلع كما في حالات الحرب مثلاً .

٣- **تحديد حصص الائتمان:**

تستخدم هذه الأداة لمراقبة الائتمان المصرفي ، من أجل الحد من قدرة البنوك على منح الائتمان, وذلك لمحاربة الضغوط التضخمية،حيث يتم تحديد حصص ائتمانية سواء لبنك

معين أو للجهاز المصرفي ككل ، و يتم ذلك من خلال وضع سقف للمحفظة المالية التي يمتلكها البنك بحيث لا يمكن للبنك منح قروض أكبر من هذا السقف .

٤- التأثير أو الإقناع الأدبي:

يلجا البنك المركزي إلى استحدام هذه الأداة لحث البنوك على التعاون معه في تطبيق سياسة نقدية معينة ، وهذه الأداة عبارة عن خليط من الإقناع الأدبي و الضغط الذي يمارسة البنك المركزي على البنوك ، حيث يمارس البنك المركزي هذا الأداة من خلال عقد اجتماعات دورية مع مديري البنوك يوضح من خلالها طبيعة السياسة النقدية المنوي تتطبيقها و ماهية الأهداف المراد تحقيقيها ، أو من خلال توجيهة مذكرات و خطابات لهذه البنوك يشرح فيها أهمية السياسة النقدية المراد تطبيقها و مسوغات انتهاجها

٢- الأدوات النقدية غير المباشرة:

يهدف البنك المركزي من خلال استحدام هذه الأدوات إلى التأثير على حجم الائتمان الكلي و دونما الاهتمام بنوعية الائتمان ، و تتمثل الوسائل الأساسية للإدارة النقدية غير المباشرة بما يلي:

١-عمليات السوق المفتوحة :

تستخدم هذه الأداة من قبل البنك المركزي بقصد شراء أو بيع الأدوات المالية كالسندات و أذونات الخزينة بهدف التأثير على كلفة ،و مدى توفر الائتمان و يستخدم البنك المركزي هذه الأداة لمواجهة الضغوط التضخمية فينتهج البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية تتمثل بيع اذونات الخزينة والسندات الحكومية في الأسواق المالية بهدف امتصاص الفائض النقدي ، و بالتالي تقييد حجم الائتمان من خلال تقليص الإحتياطيات النقدية لدى البنوك .

أما في حالة الركود في الاقتصاد فيتبع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية، تتمثل بشراء الأوراق المالية من أجل زيادة السيولة النقدية في السوق فتزداد الإحتياطيات النقدية لدى البنوك ، مما يعزز من قدرتها الإقراضية وبالتالي تحفيز الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي .

تؤثر هذه الأداة على أسعار السندات ،و معدلات الفائدة ،ذلك أن قيام البنك المركزي بشراء الأوراق المالية سوف يرفع من سعرها ،وبالمقابل ستخفض أسعار الفائدة عليها لطبيعة العلاقة العكسية ما بين أسعار الفائدة و أسعار السندات ، و ينعكس الوضع

في حال قيام البنك المركزي ببيع الأوراق المالية هذا من جانب ،و من جانب آخر فإن عملية شراء الأوراق المالية سوف تؤدي إلى زيادة عرض النقد ، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة على الأموال ،وهذا يقلل من كلفة الإقراض و الذي سيؤدي إلى زيادة الطلب على الائتمان و ينعكس الحال في حالة بيع البنك المركزي للأوراق المالية .

حتى تحقق هذه الأداة أهدافها، فإنه يجب توافرعدة متطلبات (T.T. Seth.1996) تتمثل بما يلي:

١- ان تكون تغيرات الإحتياطيات النقدية لدى البنوك ارتفاعاً أو انخفاضاً و فقاً لأهداف البنك المركزي من عمليات السوق المفتوحة .

٢- أن تعدل البنوك قروضها و استثماراتها وفقاً لتغيرات إحتياطياتها النقدية .

٣- عدم وجود سيولة فائضة لدى الجهاز المصرفي .

٢-نسبة الإحتياطي القانوني :

تستخدم هذه الأداة من قبل البنك المركزي بهدف التحكم في قدرة البنوك على خلق نقود الودائع ،وذلك من خلال زيادة أو تخفيض نسبة الإحتياطي الإلزامي وهي النسبة التي تحتفظ بها البنوك في البنك المركزي من مجموع الأموال المودعة لديها ويعالج من خلالها البنك المركزي الضغوط التضخمية ،من خلال رفع هذه النسبة وكذلك يعالج بها حالة الركود وذلك من خلال تخفيض هذه النسبة وزيادة قدرة البنوك على خلق نقود الودائع وبالتالي التأثير على الاستثمار والنمو الاقتصادي .

٣-سعر إعادة الخصم :

تستخدم هذه الأداة من قبل البنك المركزي بهدف التحكم في عرض النقود وذلك من خلال سعر إعادة الخصم ،وهو السعر الذي يفرضه البنك المركزي على البنوك التجارية الراغبة في إعادة خصم الأوراق التجارية المتجمعة لديها. و تعتمد فعالية هذه الأداة على مدى تجاوب البنوك التجارية مع البنك المركزي، وكذلك على مدى اعتماد البنوك التجارية على البنك المركزي في الحصول على أرصدة نقدية لتلبية حاجة العملاء.

و لمعالجة حالة التضخم يقوم البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم ،مما يؤدي إلى تقليل رغبة البنوك بخصم الأوراق التجارية الموجودة لديها ،وهذا يؤدي إلى انخفاض اقتراض البنوك من البنك المركزي وبالتالي تخفيض عرض النقد .

أما في حالة الركود فيقوم البنك المركزي بتخفيض سعر إعادة الخصم ،مما يؤدي إلى زيادة رغبة البنوك بخصم الأوراق التجارية الموجودة لديها ، وهذا يؤدي إلى زيادة اقتراض البنوك من البنك المركزي وبالتالي يؤدي إلى زيادة عــرض النقد .

أدوات السياسة النقدية في الأردن :

تتحدد أدوات السياسة النقدية في الأردن بناء على نوعية الأهداف التي تــسعى الــسلطة النقدية (البنك المركزي) إلى تحقيقها و على الظروف الاقتصادية السائدة ، فإذا كان هــدفها التأثير في حجم الائتمان الكلي للجهاز المصرفي ،فإنها سوف تلجأ إلى أدوات السياسة النقدية غير المباشرة كعمليات السوق المفتوحة ، ونسبة الإحتياطي النقدي الإلزامي ، وسعر إعــادة الخصم .

أما إذا كان هدفها التأثير في نوعية و حجم ،ووجهة الائتمان ، فإنها سوف تستخدم أدوات السياسة النقدية المباشرة كتحديد سقوف ائتمانية ، الإقناع الأدبــي ، و ســوف ســيتم تاليــاً استعراض أدوات السياسية النقدية في الأردن .

أدوات السياسة النقدية في الأردن :

أولاً- أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الأردن :

١- عمليات السوق المفتوحة :

مارس البنك المركزي الأردني هذه الأداة في عام ١٩٦٩ بهدف التــأثير فــي الاحتياطات النقدية السائلة المتوفرة لدى البنوك وبالتالي التأثير في عرض النقد، فقد قــام بإصدار اذونات الخزينة لمدة (3) أشهر ولكنه لم يوفق ببيع جميع هذه الاذونــات عــن طريق الاكتتاب العام، وذلك بسبب عدم وجود سوق مالي متطور ،واستعاض عــن ذلــك بإلزام البنوك التجارية باستثمار جزء من ودائعها في اذونات الخزينة. (الطاهر، الخليــل ،2004) .

و عام ١٩٨٨ مارس البنك المركزي هذه الأداة مره أخرى ، حيث قام بشراء و بيع الأوراق المالية و أوراق الدين العام بقصد التأثير على حجم الــسيولة المحليــة و كلفــة الإقراض ، و في عام ١٩٩٣ اصدر البنك المركزي الأردني شهادات أيــداع بالــدينار الأردني كاداة رئيسة لعمليات السوق المفتوحة، حيث قام بيعها للبنــوك المرخــصة عــن طريق المزاد العلني (البنك المركزي ، التقرير السنوي ،١٩٩٣) .

و استمر البنك المركزي الأردني بالإعتماد على هذه الأداة بإعتبارها إحـــدى الأدوات الرئيسة في أسلوب الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية في الأردن و الهادفة إلى ضـــبط السيولة في الاقتصاد.

٢- سعر إعادة الخصم :

استخدم البنك المركزي هذه الأداة بهدف التحكم في عرض النقد و يتضح ذلك من خلال مأيلي : :

١- الحقبة الممتدة من عام 1978إلى 1988.

تميزت هذه الحقبة بانخفاض سعر الخصم ،حيث كان قريب من ٦ % حيث انتهج البنك المركزي الأردني سياسة نقدية توسعية ، هدفت إلى زيادة قدرة البنوك على خلق نقود الائتمان و بالتالي زيادة عرض النقد و الذي يؤدي بدوره إلى زيادة النمو الاقتصادي و هو احد أهم أهداف السياسة النقدية.

٢- الحقبة الممتدة من عام 1989 إلى 1999,

تميزت هذه الحقبة بارتفاع سعر الخصم حيث وصل إلى قرابة ٩%، و قد أدى ذلك إلى انخفاض نمو عرض النقد. ليدل على انتهاج سياسة نقدية متشددة من قبل البنك المركزي لمواجهة الأزمة الاقتصادية التي تعرض لها الأردن في تلك الحقبة، حيث أدت تلك السياسة إلي تخفيض عرض النقد و بالتالي الحد من قدرة البنوك على خلق نقود الودائع و ذلك من أجل مواجهة الضغوط التضخمية.

٣- المدة ما بعد عام 2000.

و تميزت هذه المدة بانخفاض سعر إعادة الخصم ،حيث خفض البنك المركزي سعر إعادة الخصم إلى 6.5% ، من أجل زيادة عرض النقد و بالتالي تحقيق أهداف السياسة النقدية، و الجدير بالذكر أن فعآلية أداة سعر إعادة الخصم كانت محدودة و ضعيفة في الأردن, و يعزى ذلك لارتفاع سيولة البنوك التجارية ، و عدم اعتمادها على البنك المركزي كمصدر مهم لسيولتها.(السيد علي,2001)

٣- نسبة الإحتياطي القانوني :

استحدام البنك المركزي هذه الأداة بهدف التحكم في قدرة البنوك على خلق نقود الودائع فقد استحدم البنك المركزي هذه الأداة في عام ١٩٦٧ ، حيث حدد نسبة الإحتياطي الإلزامي ب٧% تم رفعها إلى ١٢,٥% في عام ١٩٧٦ وذلك للحد من القدرة الإقراضية للبنوك بسبب الإنتعاش الاقتصادي الذي شهدة الإردن في مدة السبعينيات ، و

لكنه قام بتخفيض هذه النسبة في مدة الثمانينيات لتعزيز القدرة الإقراضية للبنوك ،إلا أنه و في عام ١٩٨٨ قام برفع هذه النسبة من٩% ، و بشكل تدريجي لتصل إلى ١٥% ١٩٩٤ وذلك للسيطرة على سعر صرف الدينار الأردني ، ثم بعد ذلك تم تخفيض نسبة الإحتياطي النقدي الإلزامي و توحيد نسبة الإحتياطي الإلزامي على الودائع, و إعفاء الودائع بين البنوك من نسبة الإحتياطي النقدي. (الوزني,1996)

ثانياً أدوات السياسة النقدية المباشرة في الأردن:

١- سياسة السقوف الائتمانية :

لقد استحدم البنك المركزي الأردني هذه الأداة في منتصف السبعينات وبدأية الثمانينات و قد إنتهج البنك المركزي هذه السياسة للحد من قدرة البنوك على منح التسهيلات الائتمانية و الحد من التوسع النقدي، حيث كان التركيز آنذاك على حجم الائتمان و نوعية ووجهته لذا قام البنك المركزي الأردني بتحديد نسبة ٧% من إجمالي الودائع لدى البنك كسقفٍ ائتمانيٍ بحيث ألا تتجاوز نسبةحجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنك هذه النسبة .

كما حدد البنك المركزي في عام ١٩٩٥ و بموجب مذكره وجهها إلى البنوك المرخصة حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة بالدينار، و العملات الأجنبية من قبل البنوك المرخصة بحيث لا تتجاوز عشرة أضعاف رأس المال ، إلا أنه ، و نتيجة لتوجه البنك المركزي إلى أسلوب الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية فقد تم إلغاء سياسية السقوف الائتمانية في عام ١٩٩٥ .

٢- الإقناع الأدبي :

يمارس البنك المركزي هذه الأداة من خلال الاجتماعات الدورية مع مديري البنوك المرخصة و الموسسات المالية بهدف مناقشة أهداف السياسة النقدية المنوي تطبيقها ،أو من خلال توجيه مذكرات و خطابات لهذه البنوك و الطلب منها إتخاذ إجراءات معينه كعدم التوسع في التسهيلات الائتمانية مثلا في حالة معالجة الضغوط التضخمية ،و دونما الحاجة إلى استحدام أدوات السياسة النقدية الأخرى لمعالجة هذه الحالة كعمليات السوق المفتوح وسعر الخصم وتمتاز هذه الأداة بأن نتائجها سريعة في المدى القصير ، إلا أنها تشترط التعاون التام ما بين الجهاز المصرفي و البنك المركزي.

الفصل الرابع

التحليل القياسي لأليات الإنتقال النقدي في الإقتصاد الأردني

يبين الأدب الإقتصادي وجود علاقة ما بين السياسة النقدية، والنشاط الإقتصادي حيث أن السياسة النقدية تؤثربشكل غير مباشر في النشاط الإقتصادي ، والأهداف النهائية كإستقرارالمستوى العام للأسعار، وإستقرارسعر الصرف، والتخفيف من حدة البطالة، وذلك من خلال تأثيرها على الأهداف الوسيطة ،والتي تتمثل في حجم الإئتمان المصرفي ، سعر الفائدة وعرض النقد، والتي بدورها تنقل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الإقتصادي، و هذا يعني وجود قنوات متعددة لنقل تأثير السياسة النقدية إلى النشاط الإقتصادي، ومن ثم إلى الأهداف النهائية.

ستعنى هذه الدراسة بدراسة مدى فاعلية كل من القنوات التالية في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الإقتصادي في الأردن : قناة سعر الفائدة ، و قناة الإئتمان المصرفي ، وقناة سعر الصرف ،و قناة أسعار الأصول ، و قبل البدء بداسة آلية الإنتقال النقدي في الإقتصاد الأردني ، لا بد أولاً من تعريف متغيرات الدراسة ،و التعرف على خصائص البيانات المستخدمة فيها .

أولاً : تعريف متغيرات الدراسة

تم إختيار متغيرات الدراسة بناء على النظرية الإقتصادية ،ووفقاً للدراسات السابقة التي أجريت حول الموضوع ، و سيتم الربط بين متغيرات الدراسة بنموذج تصحيح الأخطاء Vector Error Correction Model (VECM) وذلك إستناداً لنتائج إختباري الإستقرارية و التكامل المشترك ،حيث سيتكون نموذج تصحيح الأخطاء من عدة متغيرات تقيس مدى فاعلية القناة المراد دراستها في نقل الأثر النقدي في الإقتصاد الأردني ،و سيتم الإعتماد بشكل كلي على الرزمة الإحصائية (E-Views) لإجراء التحليل القياسي .

و تشتمل الدراسة على المتغيرات التالية

١- GDP: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كممثل للنشاط الإقتصادي

٢- Inf : معدل التضخم مقاساً باللوغارتيم للرقم القياسي لتكاليف المعيشة

٣- Repo : معدل الفائدة على إتفاقيات إتفاقيات إعادة الشراء

٤- Cd3 :معدل الفائدة على شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر

٤- Cd6 :معدل الفائدة على شهادات الإيداع لأجل ستة أشهر

٥- Lr :معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من البنوك المرخصة للقطاع الخاص

٦- Bal :حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص

٧- M2: عرض النقد بالمعنى الواسع

٨- REER: سعر الصرف الفعال الحقيقي

١٠- AES: الرقم القياسي لأسعار الأسهم

ثانياً : خصائص البيانات المستخدمة بالدراسة :

تتكون السلسلة الزمنية للدراسة من بيانات ربعية تمتد من الربع الأول من عام ١٩٩٣ إلى الربع الرابع من عام ٢٠٠٨، و التي تم توفيرها من نشرات، و تقارير البنك المركزي الأردني الشهرية ،و الأعداد الخاصة الصادرة عنه ،وقد تم إجراء الإختبارات التالية للتعرف على خصائص البيانات المستخدمة بالدراسة :

١- إختبار جذر الوحدة للا ستقرارية

٢- إختبار جرينجر للسببية

٣- اختبار التكاملية

١- إختبار جذر الوحدة للا ستقرارية

تعد السلسلة الزمنية مستقره إذا استوفت الشروط التالية :

١- القيمة المتوقعة (الوسط) للسلسلة الزمنية X_t هي قيمة ثابتة عبر الزمن إي أن

$E(X_t)$=constant

٢- تباين السلسلة الزمنية X_t له قيمة ثابتة عبر الزمن إى أن

Var(Xt) = constant

٣- التباين المشترك للسلسلة الزمنية بين فترتين زمنيتين يعتمد على فرق الزمن فقط

$Cov(X_t,X_{t+k})$=constant

وقد تم إجراء إختبار جذر الوحدة لقياس مدى إستقرارية متغيرات الدراسة، بإستخدام إختبار ديكي – فولرالموسع ، و هو من أكثر الإختبارات إستخداماً في هذا المجال ، حيث يعنى هذا الإختبار بفحص إستقرارية المتغيرات مع مرور الزمن، حيث يتم تقدير النموذج التالي لإختبار إستقرارية السلسلة الزمنية :

$$X_t = pX_{t-1} + U_t \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(3)$$

لتحديد قيمة ($p^\wedge$) حيث يتم تعويضها في العلاقة التالية :

$$\tau = \mathbf{n(p^\wedge -1)} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(4)$$

من أجل ايجاد قيمة ديكي –فولر المحسوبة ،و التي سيتم مقارنتها مع القيمة الجدولية ، فـإذا كانت كانت القيمة τ المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الجدولية ،يتم رفض الفرضـية الصفرية،و التي تنص على أن السلسلة الزمنية غير مستقرة ، و العكس صحيح ، ،ويبـين الجدول رقم (5) أدناه قيم (ADF) المحسوبة ،و قيم الإحتمالية لمتغيرات الدراسة .

الجدول رقم (5) نتائج إختبار ديكي – فولر الموسع لتحديد مدى إستقرارية متغيرات الدراسة

المتغير	المستوى					الفرق الاول				
	حد ثابت		حد ثابت ومتجه زمني			حد ثابت		حد ثابت ومتجه زمني		
	ADF	القيمه الجدوليه	ADF	القيمه الجدوليه	النتيجه*	ADF	القيمة الجدولية	ADF	القيمه الجدوليه	النتيجه*
BAL	0.996	-2.911	-0.7233	-3.4878	غ مستقر	-3.907	-2.912	-4.263	-3.489	مستقر
CD3	-1.509	-2.910	-3.307	-3.485	غ مستقر	-3.747	-2.911	-3.551	-3.487	مستقر
CD6	-1.783	-2.911	-2.0384	-3.489	غ مستقر	-6.278	-2.912	-4.213	-3.486	مستقر
INF	3.275	-2.909	٢,٢٠٨٠	-3.483	غ مستقر	-6.231	-2.910	-6.853	-3.485	مستقر
LR	-2.075	-2.911	-2.484	-3.487	غ مستقر	-3.150	-2.915	-7.544	-3.483	مستقر
REP	-1.733	-2.912	-1.869	-3.489	غ مستقر	-3.751	-2.912	-5.472	-3.486	مستقر
REE	-1.325	-2.908	-0.387	-3.485	غ مستقر	-3.922	-2.910	-3.945	-3.486	مستقر
AES	-1.667	-2.910	-2.324	-3.485	غ مستقر	-4.518	-2.910	-4.384	-3.486	مستقر
DGP	1..367	-2.910	-1.200	-3.486	غ مستقر	-15.284	-2.911	-17.249	-3.487	مستقر

تم حسابة من قبل الباحث
*** تم الحكم على إستقرارية المتغير من عدمه من خلال مقارنة قيمة ديكي –فولر المحسوبه مع القيمة الجدولية على مستوى معنوية 5%**

يتضح من خلال إستقراء أرقام الجدول أعلاه أن جميع المتغيرات هي غيـر مـستقرة بمستوياتها، و لكنها تصبح مستقرة عند أخذ الفرق الأول لها .

إختبار جرينجر للسببية

المتغير X يسبب المتغير Y إذا كان التباطؤ الزمني للمتغير X يمتلـك طاقـة تنبؤيـة إضافية على المتغير Y عند إضافة التباطؤ الزمني للمتغير X إلى التباطؤ الزمني للمتغيـر Y ،ويستخدم إختبار جرينجر للسببية لتحديد إتجاه العلاقة السببية بين متغيرات النمـوذج القياسي ، فيما إذا كانت أحادية الإتجاة ، أو ثنائية الإتجاه أو لا علاقة سببية بينها ، فمثلاً لو افترضنا النموذج التالي ،حيث يتم تقديره بإستخدام طريقة OLS للحصول علـى قيمـة F

المحسوبة لمقارنتها بالقيمة الجدولية ،فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من الجدولية فيتم رفض الفرضية الصفرية ،و التي تنص على أن المتغير X لا يسبب المتغير Y و نقبل الفرضية البديلة ،و هي أن المتغير X يسبب المتغير Y:

$$X_t=c+a_1X_{t-1}+a_2X_{t-2}+\ldots\ a_pX_{t-p}+b_1Y_{t-1}+b_2Y_{t-2}+\ldots.\ b_pY_{t-p}+Ut\ldots.(5)$$

وقد تم تطبيق إختبار السببية من جانبين على متغيرات الدرسة فكانت النتائج كما هي مبينة في الجدول أدناه .

جدول رقم (٦) نتائج إختبار السببية

إتجاه السببيه	قيمة F	قيمة الإحتمالية	النتيجة	إتجاه السببيه	قيمة F	قيمة الإحتمالية	النتيجة
Cd3 يسبب REPO	158.76	0.0000	تسبب	REPOتسببCd3	٢٠٠,٠٧	0.0000	تسبب
CD6 تسبب REPO	134.131	0.0000	تسبب	REPO تسبب CD6	376.84	0.0000	تسبب
LR يسبب REPO	0.46823	0.4964	لا تسبب	REPOيسبب LR	8.3226	0.00546	تسبب
CD6يسبب CD3	71.9787	0.0000	تسبب	CD3 يسبب CD6	118.15	0.0000	تسبب
LRيسبب CD3	2.84802	0.0967	تسبب	CD3يسبب LR	51.143	0.0000	تسبب
LRيسبب CD6	16.673	0.0014	تسبب	CD6يسبب LR	165.58	0.0000	تسبب
GGDP يسبب REPO	٠,٨١٧٢٢	0.3967	لا يسبب	REPO يسبب GGDP	٦,٧٥٢٣٤	٠,٠١١٨١	تسبب
INF يسبب CD3	4.53124	0.0374	يسبب	CD3يسبب INF	١٣,٧٠١٢	0.00047	تسبب
INFيسبب LR	٩٨,٣٦٥٣	0.0000	يسبب	LR يسبب INF	٦٦,٨١٥٤	0.0000	يسبب
GM2يسبب LR	0.28267	٠,٥٩٦٩	لا يسبب	LRيسبب GM2	6.12312	٠,٠١٦٢٤	يسبب
GGDPيسبب LR	10.9294	0.0016	يسبب	LR يسبب GGDP	12.7416	0.00072	يسبب
GGDP يسبب INF	26.9083	0.0000	يسبب	INF يسبب GGDP	٢,٧٩٦٠٦	0.09979	يسبب
GGDPيسبب GM2	7.42046	0.0084	يسبب	GM2 يسبب GGDP	٠,٠٠٠١٨	٠,٩٨٩٤٧	لا يسبب
REERيسبب GDP	0.45020	0.8109	لا يسبب	GDP يسبب REER	2.17242	0.07314	يسبب
AES يسبب GDP	0.63460	0.6743	لا يسبب	GDP يسبب AES	1.05004	0.39991	لا يسبب
REER يسبب INF	3.06808	0.0175	يسبب	INF يسبREER	1.13826	0.35326	لا يسبب
AES يسبب INF	1.96494	0.1009	لا يسبب	INF يسبAES	1.49834	0.20803	لا يسبب
BALيسبب GDP	17.6617	0.0000	يسبب	GDP يسبب BAL	٤,٦٣٥٧٣	0.01395	يسبب
BALيسبب LR	٨,٣٥٤٢	0.0000	يسبب	LR يسبب BAL	٧,٣٠٢٩	0.0000	يسبب

تم حسابه من قبل الباحث

حيث يتبين من خلال الجدول رقم (٦) أعلاه أن هنالك علاقات سببية أحادية الإتجاة ، و ثنائية الإتجاة ، كما أن هنالك متغيرات لا تؤثر بعضها البعض، حيث بينت نتائج إختبار جرينجر للسببية أن المتغيرات التالية : معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء ، معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر ، معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر ،معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص ،حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص ،ومعدل التضخم ،و معدل الناتج المحلي الإجمالي ، يؤثر بعضها بعض بإتجاهين ، أي أن العلاقات السببية بينها ثنائية الإتجاة.

كما أظهرت نتائج الإختبار أن معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء تؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر ، و أن معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهريؤثر بمعدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء ، كما أن معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء تؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر و أن معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهريؤثر بمعدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء .

وكذلك فإن معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهرتؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر،كما أن معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهرتؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر، كما بين الإختبار أن معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر يؤثر بمعدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص و أن معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص يؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر .

كما يؤثر معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص ، و الأخير يؤثر على معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص ، و يؤثر حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص على معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ، كما أن معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي يؤثر على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص.

و يمكن أن نخلص إلى أن معدلات الفائدة على أدوات السياسة النقدية تــؤثر بمعــدلات الفائدة في السوق المصرفي، حيث أن معدل الفائدة على إعادة إتفاقيات الشراء يؤثر على معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر، و الذي بدوره يؤثرعلى معدل الفائــدة علــى شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر، حيث يؤثر الأخير على معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص.

كما أن معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر يــؤثر علــى معــدل التضخم ، وكذلك يؤثر معدل التضخم على معدل الفائدة على شهادات الإيداع إســتحقاق ثلاثــة أشهر،وتثبت هذه النتائج الفرضيتن الأولى و الثانية للدراسة ، وهما أن كل من سعر الفائدة و حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص يلعبان دوراً كبيراً في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدي في الإقتصاد الأردني.

و بينت نتائج إختبار السببية أن المتغيرات التالية : سعر الصرف الحقيقي ،معدل التضخم الناتج المحلي الإجمالي عرض النقد بالمعنى الواسع بعضها يؤثر ب بعض و لكن بإتجاه واحد فقط أي أن العلاقات السببية بينها أحادية الإتجاه ، حيث تبين أن سعر الصرف يؤثر بمعــدل التضخم ، بينما الأخير لا يؤثر به ، كما أن الناتج المحلي الإجمالي يؤثر بسعر الصرف الحقيقي ، بينما سعر الصرف لا يؤثر به ،و ربما يعود ذلك إلى إنتهاج سياسة سعر الصرف الثابت من قبل البنك المركزي ، كما أن الناتج المحلي الإجمالي يؤثر بعرض النقد بالمعنى الواســع بينمــا عرض النقد بالمعنى الواسع لا يؤثر به .

أظهرت نتائج إختبار جرينجر للسببية أن أسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي لأســعار الأسهم لا تؤثربالناتج المحلي الإجمالي ،و كــذالك النــاتج المحلــي الإجمــالي لا يــؤثر باسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي لأسعار الأسهم.

٣- إختبار التكامل المشترك

يهدف إختبار التكامل المشترك إلى تحديد فيما إذا كانت السلاسل الزمنية غير المستقرة متكاملة ام لا ،فقد بين كل من Grange و Engle (Engle andGrange,1987) أنه إذا أمكــن ايجاد توليفة خطية مستقرة للسلاسل الزمنية غير المستقرة فإن تلك السلاسل الزمنيــة غيــر المستقرة تكون متكاملة ، و تسمي هذه التوليفة الخطية بمعادلــة التكامــل ،إي أن هنالــك علاقات طويلة الأجل ،أو علاقات توازنية بين المتغيرات ، و هنالك أكثر من طريقة لإختبار التكامل المشترك بين المتغيرات، و قد إستخدمت الدراسة إختبار جوهانسون لاختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة، وبالإستعانة بالحزمة الإحصائية E-Views ، حيث أظهرت

نتائج إختبار التكامل المشترك وجود (٩) علاقات تكاملية و كما يبينها جدول رقم (٧) مما يعني أن متغيرات السلاسل الزمنية في هذه الدراسة متكاملة ،

جدول رقم (٧) إختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.980666	781.0032	197.3709	0.0001
At most 1 *	0.893897	556.0873	159.5297	0.0000
At most 2 *	0.860222	428.2165	125.6154	0.0001
At most 3 *	0.806939	316.0578	95.75366	0.0000
At most 4 *	0.675472	222.3069	69.81889	0.0000
At most 5 *	0.623502	158.1600	47.85613	0.0000
At most 6 *	0.573236	102.4800	29.79707	0.0000
At most 7 *	0.415042	53.94311	15.49471	0.0000
At most 8 *	0.336453	23.37884	3.841466	0.0000

تم حسابه من قبل الباحث

بناء على نتائج إختبارات الإستقرارية ،و التي بينت أن متغيرات الدراسة هي مستقرة من الدرجة الأولى ، وإختبار التكامل المشترك ،و الذي بين وجود (٩) علاقات تكاملية بين متغيرات الدراسة ،و إستناداً ل (Engle and Granger's representation theorem) والتي تعتبر تكاملية المتغيرات ،وإستقرارها على الدرجة الأولى أو على درجات أعلى من مقومات إستخدام نموذج تصحيح الأخطاء (VECM) فإن الدراسة ستستخدم نموذج تصحيح الأخطاء (VECM) لغايات التحليل القياسي ، والجدير بالذكر أن نموذج تصحيح الأخطاء (VECM) تم إستخدامه من العالم الاقتصادي (Sargan) في عام ١٩٦٤ اثناء دراسته للأجور و الأسعار في المملكة المتحدة ، ثم شاع إستخدامه بعد ذلك ، و قد يعزا ذلك إلى العالم (Hendry) من خلال تطويره إلى ما يسمى ب(General-to-specific methodology) ،ويتميز نموذج تصحيح الأخطاء بقدرته على التعامل مع مشكلة عدم إستقرار السلاسل الزمنية و الإرتباط المزيف

التحليل القياسي لقنوات الإنتقال النقدي في الإقتصاد الأردني .

أولاً : دور قناة سعرالفائدة في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن

يبين الأدب الإقتصادي أن قناة أسعار الفائدة تلعب دوراً كبيراً في نقل الأثـر النقـدي للسياسة النقدية من خلال تأثير معدلات الفائدة على أدوات السياسة النقدية علـى معـدلات الفائدة في السوق المصرفي ، ومن ثم على النشاط الإقتصادي ، حيث ينتقل الأثر من خلال تأثير معدل الفائدة قصير الأجل على معدلات الفائدة طويلة الأجل ، و لإختبار فاعلية هذه قناة في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الإقتصاد الأردني ، فقد تم بناء نمـوذج VECM يتكون من المتغيرات Repo ، Cd3 ، Cd6 ، LR .

حيث أن :

1- Repo هي معدل فائدة قصيرالأجل ممثلاً للسياسة النقدية

2 - Cd3 معدل الفائدة على شهادات إيداع إستحقاق لثلاث أشهر

3 Cd6 معدل الفائدة على شهادات إيداع إستحقاق لستة أشهرلتعكس معدلات الفائدة طويلـة الأجل.

4 -LR معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخـصة للقطاع الخاص.

و بعد تقدير النموذج بإستخدام الحزمة الإحصائية (E-Views) ، كانت النتائج على النحـو التالي :

١- تحليل مكونات التباين :

يستخدم إختبار تحليل مكونات التباين لمعرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير العائـد إلى خطأ التنبؤفي المتغير نفسة ،والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيـرات الأخـرى ، و عند تطبيق هذا الإختبار على متغيرات نموذج تصحيح الأخطاء (VECM) المعبره عن قنـاة سعر الفائدة كانت النتائج كما هي مبينه في الجدول رقم (٨).

الجدول رقم(٨) نتائج تحليل مكونات التباين في معدلات الفائدة في السوق المصرفي

Variance Decomposition

Variance Decomposition of REPO:					
Period	S.E.	REPO	CD3	CD6	LR
1	0.013504	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.042445	99.70752	0.058084	0.231553	0.002844
3	0.090456	98.95091	0.217649	0.824722	0.006721
4	0.159848	97.86057	0.448502	1.681359	0.009569
5	0.251943	96.58584	0.704558	2.698210	0.011391
6	0.366861	95.26212	0.941563	3.783496	0.012824
7	0.503402	93.98613	1.130266	4.869026	0.014582
8	0.659068	92.81004	1.260567	5.912056	0.017335
9	0.830271	91.74906	1.338551	6.890638	0.021753
10	1.012646	90.79436	1.380337	7.796755	0.028551
Variance Decomposition of CD3:					
Period	S.E.	REPO	CD3	CD6	LR
1	0.010475	78.52038	21.47962	0.000000	0.000000
2	0.033160	79.65996	20.24379	0.086943	0.009305
3	0.070766	80.72980	18.91108	0.327434	0.031685
4	0.124748	81.64195	17.57633	0.718365	0.063349
5	0.195703	82.32702	16.31716	1.254248	0.101567
6	0.283385	82.74575	15.18734	1.922559	0.144350
7	0.386711	82.88602	14.22010	2.703368	0.190512
8	0.503801	82.75598	13.43363	3.570665	0.239728
9	0.632054	82.37601	12.83690	4.494574	0.292517
10	0.768279	81.77121	12.43482	5.443783	0.350185
Variance Decomposition of CD6:					
Period	S.E.	REPO	CD3	CD6	LR
1	0.018881	61.49194	12.71383	25.79422	0.000000
2	0.055991	62.89076	11.73911	25.36066	0.009466
3	0.111926	64.22124	10.63531	25.09749	0.045960
4	0.184825	65.28862	9.571499	25.01678	0.123107
5	0.271960	65.92621	8.686663	25.13472	0.252402
6	0.370353	66.02270	8.080189	25.45642	0.440688
7	0.477172	65.52352	7.819458	25.96802	0.689001
8	0.589961	64.42027	7.955254	26.63150	0.992975
9	0.706749	62.73826	8.532566	27.38469	1.344487
10	0.826047	60.52887	9.588804	28.14839	1.733932
Variance Decomposition of LR:					
Period	S.E.	REPO	CD3	CD6	LR
1	0.002672	5.644922	32.85522	32.70332	28.79653
2	0.008100	7.196251	31.03765	33.22821	28.53789
3	0.016740	8.728581	29.83177	33.75699	27.68266
4	0.028773	10.25598	28.99813	34.27800	26.46789
5	0.044193	11.80036	28.33249	34.77429	25.09287
6	0.062791	13.40958	27.64602	35.23387	23.71054
7	0.084163	15.15032	26.78079	35.64914	22.41975
8	0.107763	17.09600	25.62336	36.01222	21.26842
9	0.132975	19.31378	24.11295	36.31002	20.26325
10	0.159204	21.85157	22.24494	36.52194	19.38154
Cholesky Ordering: REPO CD3 CD6 LR					

تم حسابة من قبل الباحث

تظهر نتائج تحليل مكونات التباين في الجدول اعلاه أن معدلات الفائدة على أدوات السياسة النقدية ممثلة بمعدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء كمعدل فائدة قصير الأجل تؤثر في معدلات الفائدة في السوق المصرفي ، حيث يتضح أنه خلال الربع الأول كانت التغيرات في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء تفسر حوالي (79.5%) من تنبؤ الخطأ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر ،حيث تشير هذه النسبة إلى النسبة المئوية من تباينات تنبؤ خطأ معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر والتي تعود إلى أخطأ عشوائية في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء .

وقد بلغت هذه النسبة حوالي (79%،80%،81%) في الربع الثاني و الثالث و الرابع على التوالي، مما يشير إلى قوة تأثير التغير في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء

على معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر ، في حين كان حوالي (21.4%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر في الربع الأول يعزا للمتغير نفسه .

كما يبين تحليل مكونات التباين لمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر أن حوالي (61%)، من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر في الربع الأول يعزا لمعدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء في حين كانت النسبة حوالي (62%،64%،65%) في الربع الثاني ،الثالث و الرابع على التوالي .

ويبين تحليل مكونات التباين لمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر كذلك أن حوالي (12%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر في الربع الأول يعزا لمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر ، و يلاحظ أن هذه النسبة تتناقص في الربع الثاني ، الثالث و الرابع حيث كانت حوالي (11.7%،10.5%،9.5%) على التوالي ، و تستمر هذه النسبة في التناقص لتصل إلى حوالي (8%) في الفترة المتدة من الفترة الخامسة إلى الفترةالتاسعة ، ثم تعود للارتفاع في الفترة العاشرة لتصبح (9.5%) .

كما يلاحظ أن حوالي أكثر من (75%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر، يعزا لكل من معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء ،ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر خلال الفترة الممتدة من الربع الأول إلى الربع الرابع ،وهذا يشير إلى قوة تأثير التغير في كل من معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء و معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر على معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر في حين كان حوالي (25%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر يعزا للمتغير نفسة خلال نفس الفترة .

كما تظهر نتائج الجدول رقم (٨) أن حوالي (32%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص في الربع الأول تعزا إلى التغيرات في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر، و يلاحظ أن هذه النسبة في إزدياد، حيث بلغت (33%،34%،35%) في الربع الثاني ، الثالث ،و الرابع على التوالي ، و هي في إزدياد حيث وصلت إلى حوالي (36%) في الفترة السابعة ، هذا يشير إلى قوة تأثير التغير في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إ ستحقاق ستة أشهر على معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ،في

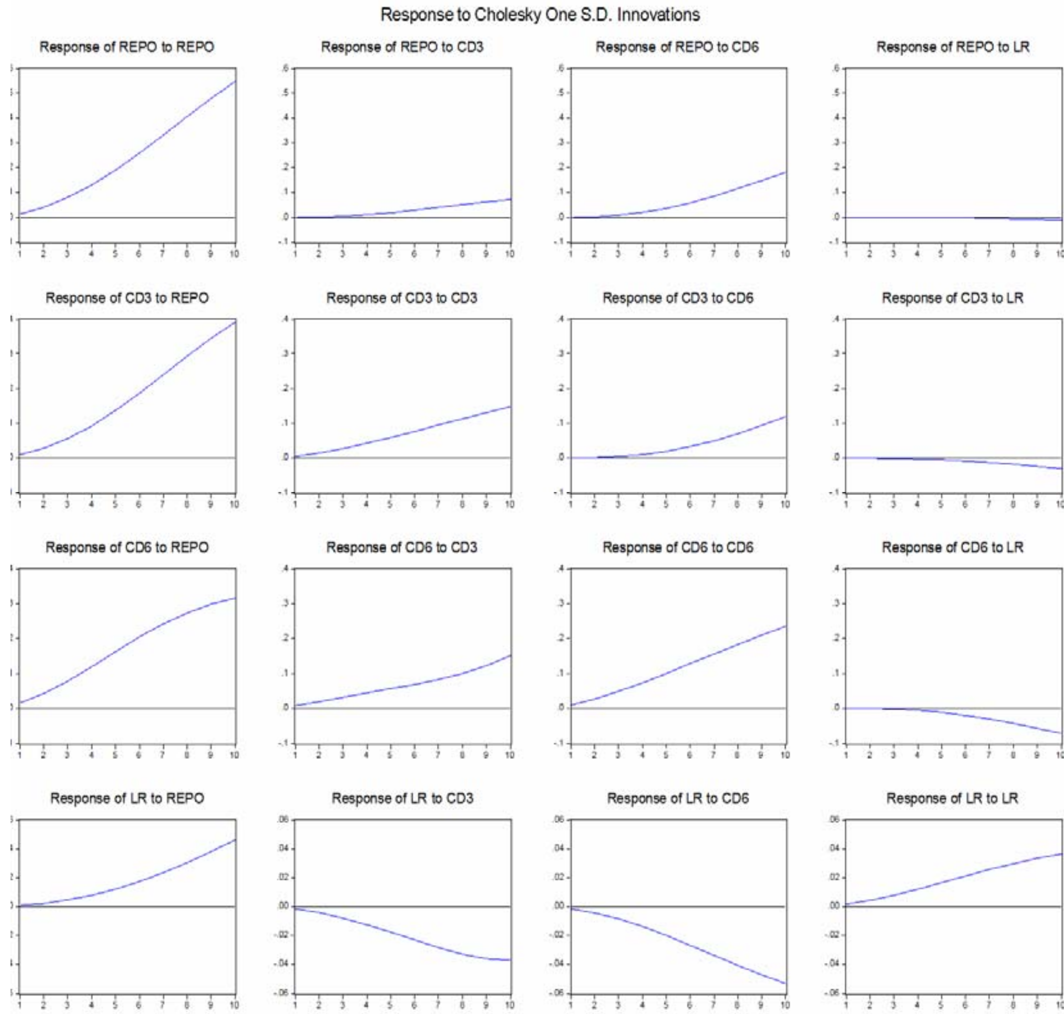
حين كانت النسبة التي تعزى لمعدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء حوالي (6%) في الربع الأول ، ثم تبدأ هذه النسبة بالزيادة إلى حوالي (7%،9%،10%) للربع الثاني ، الثالث و الرابع على التوالي ، و تستمر هذه النسبة بالإزياد لتصل إلى حوالي (15%)في الفترة السابعة ، في حين كانت النسبة التي تعزى لمعدل الفائدة على شهادات الإستحقاق ثلاثة أشهر حوالي (33%) في الربع الأول ، ثم إنحفضت إلى (31%) في الربع الثاني ، وقد وصلت إلى (27%) في الفترة السابعة ، في حين كان حوالي (29%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص تعزى للمتغير نفسه في الربع الأول.

و هذا يدعم النتائج التي تم الحصول عليها في إختبار السببية ، و الذي بين أن معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء تؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر، والتي هي بدورها تؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر، و الأخيرة تؤثر بمعدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص و هذا يبين أن آلية الإنتقال النقدي عبر هذه القناة تم على النحو التالي :

Δ Repo→ Δ Cd3→ ΔCd6→ ΔLr

و تعكس دالة الإستجابة لردة الفعل هذه النتائج ، حيث تبين إستجابة معدلات الفائدة في السوق المصرفي لصدمة عشوائية مقدارها إنحراف معياري واحد في معدل الفائدة على أدوات السياسة النقدية ، حيث يتضح من الشكل رقم (١) أن أي تغير مفاجئ في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء مقدارة إنحراف معياري واحد يؤثر بشكل إيجابي، على كل من معدلي الفائدة على شهادات إستحقاق ستة أشهر و ثلاثة أشهر ، و يستمر هذا الأثر الايجابي للفترة العاشرة .

كما يبين أن أي تغير مفاجئ في معدل الفائدة على شهادات إستحقاق ثلاثة أشهر مقدارة إنحراف معياري واحد يؤثربشكل ايجابي على معدل الفائدة على شهادات إستحقاق ستة أشهر ، و يستمر هذا الأثر للفترة العاشرة ، كما يلاحظ أن أي تغير مفاجئ في معدل الفائدة على شهادات إستحقاق ستة أشهرو ثلاثة أشهر مقدارة إنحراف معياري واحد يؤثر بشكل سلبي على معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص.



شكل رقم (١) دالة إستجابة ردة الفعل معدلات الفائدة في السوق المصرفي لمعدل الفائدة على أدوات السياسة النقدية
تم حسابه من قبل الباحث

ولتحديد مدى فاعلية قناة سعر الفائدة في التأثير المباشر علـى النـشاط الإقتـصادي ممثلاً بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، وعلى معدل التضخم و عرض النقد بالمعنى الواسـع فقد تم اعادة تقدبر نموذج (VECM) بإضافة معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي و معدل التضخم مقاساً باللوغارتم لرقم التكاليف المعيشة وعرض النقد بالمعنى الواسع ، فكانت النتائج هي مبينة في الجدول رقم(٩) أدناه

جدول رقم (٩) نتائج تحليل مكونات التباين في معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي ،معدل التضخم و معــدل النمــوفي عــرض النقــد بالمعنى الواسع

Variance Decomposition

Variance Decomposition of REPO:

Period	S.E.	REPO	CD3	CD6	GRGDP	GM2	INF
1	0.010320	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.035272	98.92317	0.013102	0.060828	0.280932	0.675988	0.045975
3	0.080925	96.46005	0.029512	0.127081	1.114217	2.115105	0.154038
4	0.151790	93.56720	0.051908	0.139873	2.222413	3.715434	0.303170
5	0.248929	91.13826	0.121899	0.107251	3.122722	5.016843	0.493024
6	0.371423	89.23747	0.249197	0.062871	3.759192	5.953034	0.738240
7	0.516627	87.77977	0.432588	0.032523	4.150041	6.548495	1.056579
8	0.681017	86.63577	0.658024	0.028043	4.341462	6.870942	1.465755
9	0.860793	85.68545	0.902919	0.047861	4.392515	6.990694	1.980564
10	1.052138	84.84087	1.146477	0.081507	4.351276	6.969679	2.610192

Variance Decomposition of CD3:

Period	S.E.	REPO	CD3	CD6	GRGDP	GM2	INF
1	0.010413	79.19748	20.80252	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.033756	81.01582	18.71627	0.010308	9.16E-05	0.149460	0.108048
3	0.073841	82.63952	16.34448	0.034241	0.021128	0.559097	0.401535
4	0.133317	83.79157	14.03493	0.059634	0.157452	1.096843	0.859567
5	0.213683	84.18838	12.26775	0.079107	0.358838	1.644202	1.461727
6	0.315249	84.04984	10.93065	0.092803	0.581306	2.140292	2.205109
7	0.437012	83.53543	9.940134	0.103064	0.789391	2.537577	3.094405
8	0.576991	82.75111	9.211580	0.114005	0.957837	2.828764	4.136708
9	0.732493	81.76219	8.671158	0.130194	1.080206	3.018374	5.337878
10	0.900390	80.60356	8.267442	0.156901	1.156699	3.117261	6.698134

Variance Decomposition of CD6:

Period	S.E.	REPO	CD3	CD6	GRGDP	GM2	INF
1	0.022520	43.18394	22.07869	34.73737	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.067708	45.77902	20.91804	33.20507	0.000364	0.037202	0.060296
3	0.137611	48.07114	19.96551	31.62814	9.32E-05	0.106331	0.228784
4	0.231334	49.88913	19.42372	30.02653	0.000612	0.152172	0.507835
5	0.346707	51.51345	19.10604	28.28184	0.001735	0.193406	0.903533
6	0.480630	52.96279	18.97507	26.40943	0.002870	0.228298	1.421535
7	0.629492	54.22128	19.01744	24.43941	0.003287	0.252567	2.066013
8	0.789568	55.29239	19.20398	22.39646	0.002730	0.266124	2.838322
9	0.957289	56.18029	19.50162	20.31206	0.001864	0.269022	3.735148
10	1.129485	56.89527	19.87184	18.22215	0.001970	0.262901	4.745868

Variance Decomposition of GRGDP:

Period	S.E.	REPO	CD3	CD6	GRGDP	GM2	INF
1	2.894907	3.470253	22.01388	0.037868	74.47800	0.000000	0.000000
2	2.934996	3.945095	21.44415	0.817311	72.51110	0.753064	0.529289
3	3.210070	3.714450	22.01299	1.352160	71.34747	0.644925	0.927999
4	3.461708	3.203801	20.42360	2.758740	69.77118	2.201421	1.641261
5	3.590164	3.072616	19.89762	4.170164	68.01161	2.137002	2.710986
6	3.828582	3.065762	19.12063	5.536735	66.62429	2.026966	3.625626
7	4.032378	3.061776	17.94532	7.235544	64.98899	2.120030	4.648336
8	4.236549	3.492291	16.92753	8.779364	63.32820	1.934997	5.537622
9	4.454973	3.887506	15.77378	10.34051	62.00463	1.825022	6.168556
10	4.648696	4.303365	14.72021	11.88879	60.73930	1.748118	6.600215

Variance Decomposition of GM2:

Period	S.E.	REPO	CD3	CD6	GRGDP	GM2	INF
1	2.349457	13.70416	10.25549	1.642815	3.896213	70.50132	0.000000
2	2.388091	13.32740	11.58822	1.591141	4.707592	68.77817	0.007476
3	2.545954	12.03892	13.78992	1.579046	6.389973	66.17362	0.028529
4	2.864359	10.80265	16.62651	1.759862	6.908788	63.83698	0.065210
5	3.021868	10.10331	19.71676	1.897065	6.454731	61.67234	0.155801
6	3.247971	9.569222	21.31834	2.063188	6.057256	60.66438	0.327610
7	3.478476	9.241183	22.37734	2.109941	5.487467	60.21159	0.572481
8	3.650071	8.944782	23.01651	2.039006	5.112228	59.96852	0.918953
9	3.822402	8.676872	23.05879	1.900217	4.943463	60.09600	1.324659
0	3.973697	8.428754	23.06332	1.759145	4.850973	60.14417	1.753637

riance Decomposition of INF:

riod	S.E.	REPO	CD3	CD6	GRGDP	GM2	INF
1	0.015536	0.137288	1.127550	19.39981	0.333858	1.559625	77.44187
2	0.051577	0.020495	1.495292	20.16594	0.824316	2.131771	75.36219
3	0.115719	0.163183	1.681358	21.15262	1.302885	2.489986	73.20997
4	0.215251	0.458348	1.832232	22.17276	1.751055	2.913228	70.87238
5	0.357428	0.827078	1.955598	23.26309	2.177611	3.315252	68.46137
6	0.549195	1.205845	2.050906	24.42878	2.564252	3.663463	66.08675
7	0.796937	1.553974	2.125455	25.65250	2.900785	3.954762	63.81253
8	1.106125	1.843995	2.184381	26.91891	3.185431	4.183066	61.68422
9	1.481003	2.061902	2.231700	28.20965	3.418215	4.349836	59.72870
0	1.924319	2.203738	2.270837	29.50533	3.601977	4.460305	57.95782

olesky Ordering: REPO CD3 CD6 GRGDP GM2 INF

تم حسابة من قبل الباحث

أولاً : معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي:

يبين تحليل مكونات التباين لمعدل النمو في الناتج المحلـي الإجمـالي الحقيقـي ، أن تأثيرالتغيرات في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء تفسيرحوالي (3.5%) مـن تنبـؤ الخطأ في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي في الربع الأول ، و(4%، 3.7%، 3%) في الربع الثاني ، و الثالث و الرابع على التوالي ، و فسرت تغيرات معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر حوالي (22%) من تنبؤ الخطأ في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي في خلال الفترة الممتدة من الربع الأول إلى الربع الرابع ثم بدأت بالانخفاض تدريجياً بعد ذلك لتصل إلى (14%) في الفترة العاشرة،أما التغيرات في معدل الفائـدة علـى شـهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر فقد بدأت بالتأثير على معدل النمو في الناتج المحلي الحقيقـي بعـد الربع الرابع حيث فسرت التغيرات في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشـهر حوالي (3%) من تنبؤ الخطأ في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي في الربع الرابع ، ثم بدأ هذا التأثير بالزيادة بعد ذلك ،حيث إرتفعت القدرة التفسيرة إلى حوالي (4%) في الربـع الخامس ، و إستمر هذا الأثر للفترة العاشرة ليصل إلى حوالي (12%) ،و قد عـزا حـوالي (75%) من التغير في معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي للمتغير نفسه.

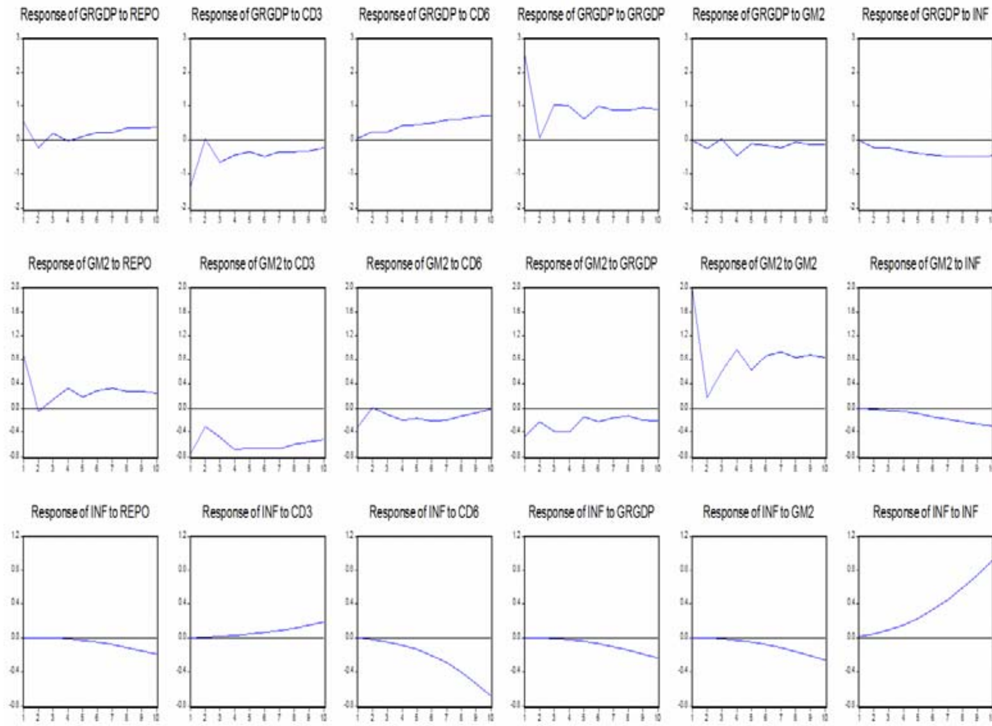
ثانياً : معدل التضخم :

يبين تحليل مكونات التباين لمعدل التضخم أن تأثير كل من معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر كان محدوداً حيث لـم تستطع التغيرات في كل من معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء،و معـدل الفائـدة علـى شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر تفسير سوى (2%) من خطأ التنبؤ في معدل التـضخم في الفترة السابعة، ، في حين فسر معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق سـتة أشـهر حوالي (20%) من خطأ التنبؤ في معدل الضخم خلال الفترات الثلاث الأولى ، ثم إرتفعت هذه النسبة لتصل إلى حوالي (30%) في الفترة العاشرة،بينما عزا حوالي (77%) من التغيـر فـي معدل التضخم في الربع الأول إلى المتغير نفسه .

ثالثاً : معدل النمو في عرض النقد بالمعنى الواسع

يبين تحليل مكونات التباين في معدل النمو في عرض النقد كما يظهرها الجـدول رقـم (٩) أن التغيرات في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء قد فسرت حـوالي (14%) مـن خطأ التنبؤ في معدل النمو في عرض النقد في الربع الأول ثم بدأت هذه النسبة في التنـاقص تدريجياً لتصل إلى (12%) في الربع الثالث ، ثم تناقصت لتصل إلى حوالي (8%) في الفترة

العاشرة، وقد عزا حوالي (10%) من خطأ التنبؤ في معدل النمو في عرض النقد بـــالمعنى الواسع إلى معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر في الربع الأول ،و بلغـــت هذه النسبة حوالي (١٢% ،14%،17%) على التوالي للفترة الممتدة من الربع الثاني إلى الربع الرابع،و قد ارتفعت هذه النسبة بشكل تدريجى بعد ذلك فقد وصلت إلـــى حـــوالي (23%) فـــي الفترة الثامنة و استقرت بعد ذلك ، أما تأثير التغير في معدل الفائدة علـــى شـــهادات الإيـــداع إستحقاق ستة أشهر فقد كان محدوداً حيث أن التغيرات في معدل الفائدة على شهادات الإيـــداع إستحقاق ستة أشهر لم تفسر إلا (٢%) من خطأ التنبؤ في معدل النمو في عرض النقد بالمعنى الواسع في الفترة العاشرة، و قد عزا حوالي (71%) من خطأ التنبو في معدل النمو في عرض النقد بالمعنى الواسع للمتغير نفسه ،يعكس الشكل رقم (٢) دالة إستجابة ردة الفعل معدل النمـــو في الناتج المحلي الإجمالي ، معدل التضخم و عرض النقد بالمعنى الواسع ، لمعدل الفائدة على أدوات السياسة النقدية ومعدلات الفائدة في السوق المصرفي .



شكل رقم (٢) دالة إستجابة ردة الفعل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ، معدل التضخم عرض النقد بالمعنى الواسع ، لمعدل الفائدة علـــى أدوات الـــسياسة النقدية ،ومعدلات الفائدة في السوق المصرفي.

ثانياً دور قناة الإقتراض البنكي في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن

لقياس مدى فاعلية قناة الإقتراض البنكي ، في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الإقتصاد الأردني ، تم تقدير نموذج (VECM) والمكون من المتغيرات التالية : الناتج المحلي الإجمالي كممثل للنشاط الإقتصادي ، معدل التضخم ، و حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص و معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ، و بعد تقدير النموذج كانت النتائج كما هي مبينه في الجدول رقم (١٠) أدناه.

جدول رقم (١٠) نتائج تحليل التباين لكل من الناتج المحلي الإجمالي و حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من البنوك المرخصة و معدل التضخم .

Variance Decomposition

Period	S.E.	GRGDP	INF	BAL	LR
Variance Decomposition of GRGDP:					
1	0.000134	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.000415	96.62147	0.005430	3.367351	0.005746
3	0.000822	93.20456	0.004129	6.776073	0.015242
4	0.001369	89.01140	0.037898	10.92055	0.030157
5	0.002072	84.05096	0.124198	15.77630	0.048538
6	0.002936	78.84697	0.284918	20.80143	0.066676
7	0.003958	73.79111	0.542633	25.58485	0.081413
8	0.005133	69.08062	0.911724	29.91722	0.090436
9	0.006455	64.81044	1.392982	33.70426	0.092312
10	0.007921	61.02769	1.970780	36.91477	0.086762
Variance Decomposition of INF:					
Period	S.E.	GRGDP	INF	BAL	LR
1	4.10E-05	18.54171	81.45829	0.000000	0.000000
2	0.000132	16.29012	83.32005	0.366641	0.023192
3	0.000279	12.17461	87.13958	0.582087	0.103722
4	0.000484	7.595998	91.66118	0.465276	0.277546
5	0.000744	3.817141	95.36137	0.230819	0.590666
6	0.001064	1.959099	96.79651	0.163752	1.080639
7	0.001453	2.789476	94.93295	0.523445	1.754133
8	0.001925	6.397529	89.58769	1.440755	2.574026
9	0.002491	12.12625	81.54707	2.855537	3.471136
10	0.003162	18.91435	72.15012	4.561096	4.374433
Variance Decomposition of BAL:					
Period	S.E.	GRGDP	INF	BAL	LR
1	6.90E-05 0.0	41.07175	1.600619	57.32763	0.000000
2	0.000231 0.3	41.96414	1.629149	56.32325	0.982865
3	0.000519 1.2	43.53846	1.724875	54.39873	3.312063
4	0.000963 3.2	45.71751	1.918557	51.62970	6.269022
5	0.001581 6.1	48.33842	2.241701	48.19290	9.250503
6	0.002374 9.7	51.09121	2.700231	44.44011	11.86819
7	0.003327 13.	53.81643	3.280800	40.62174	13.94574
8	0.004407 17.	56.49008	3.932644	36.89410	15.45789
9	0.005567 21.	59.12950	4.556990	33.38959	16.46215
10	0.006753 24.	61.76417	5.027182	30.21759	17.04708
Variance Decomposition of LR:					
Period	S.E.	GRGDP	INF	BAL	LR
1	0.001880	0.042906	18.38282	15.74637	65.82790
2	0.006088	2.024335	15.26083	23.32622	59.38862
3	0.013488	4.899095	12.21719	30.42506	52.45865
4	0.025086	7.872173	9.444922	37.54167	45.14123
5	0.041929	10.40519	7.115220	44.20082	38.27878
6	0.064857	12.24324	5.271587	50.06862	32.41656
7	0.094365	13.38981	3.861999	55.09356	27.65463
8	0.130547	13.96563	2.804527	59.36352	23.86632
9	0.173088	14.11270	2.021833	62.99969	20.86578
10	0.221294	13.95569	1.450736	66.11425	18.47932
Cholesky Ordering: GRGDP INF BAL LR					

تم حسابه من قبل الباحث

حيث أظهرتحليل مكونات التباين لحجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص أن حوالي(7%) من خطأ التنبؤ في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص يعزا إلى التغيرات في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص في الربع الرابع وتبدأ التغيرات في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص بالتأثير على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص بعد الفترة الرابعة ، حيث يلاحظ أن حوالي (9%) من خطأ التنبؤ في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص يعزا إلى التغيرات في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص للفترة الخامسة ، ثم يبدأ بالإرتفاع تدريجياً بعد ذلك ليصل إلى حوالي (17%) في الفترة العاشرة ،و هذا يدل على قوة تأثير معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص.

في حين عزا حوالي (54.5%) من خطأ التنبؤ في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص للتغيرات في المتغير نفسة خلال السنة الأولى ، كما عزا حوالي (43.25%) من خطأ التنبؤ في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص للتغيرات الناتج المحلي الإجمالي .

١-٢ تحليل مكونات التباين للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي:

يبين تحليل مكونات التباين في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أن التغيرات في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص قد فسرت حوالي (7%) من خطأ التنبؤ في الناتج المحلي الحقيقي في الربع الرابع ،ثم بدات هذه النسبة بالإرتفاع بشكل تدريجياً ،حيث وصلت إلى (20%) في الفترة السادسة، ثم واصلت إرتفاعها لتصل إلى (37%) في الفترة العاشرة .

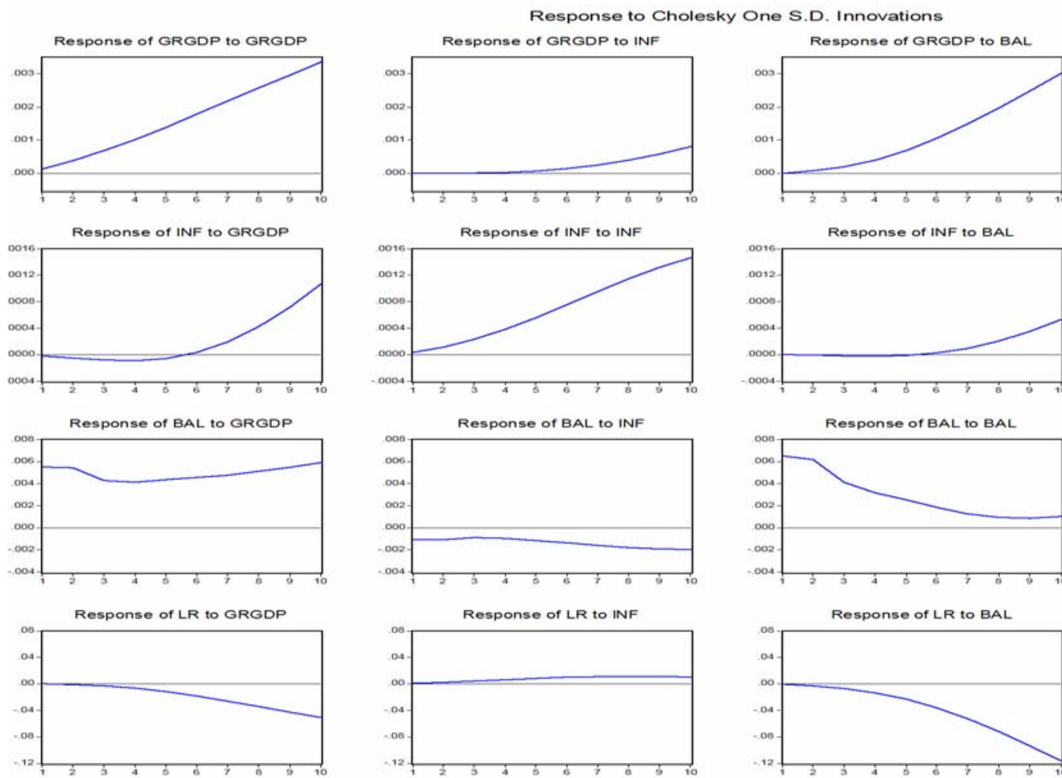
وهذا يدل على قوة تأثير التغيرات في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص على الناتج المحلي الإجمالي و يتفق هذه النتيجة مع النظرية الإقتصادية ، ذلك أن زيادة حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة ستؤدي إلى زيادة حجم الإستثمار، و بالتالي زيادة الناتج المحلي الإجمالي.

و تدعم هذه النتائج ، نتائج اختبار السببة ،والذي بين أن هنالك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بـــين حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ،و الناتج المحلي الإجمالي ،لذا فإن آلية الإنتقال النقدي عبر هذه القناة تتم على النحو التالي :

التغيرات في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ستؤدي إلى تغيرات في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنــوك المرخصة للقطاع الخاص ،والأخيرة ستؤدي إلى إحداث تغيرات في الناتج المحلي الإجمالي .

$\Delta Lr \rightarrow \Delta Bal \rightarrow \Delta GDP$

و تعكس دالة الإستجابة لردة الفعل الناتج المحلي الإجمـــالي و حجــم التــسهيلات الإئتمانيــة الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص هذه النتائج كما يبينها الشكل رقم (٣) ادناه



شكل رقم (٣) دالة إستجابة ردة الفعل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ، لحجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من البنــوك المرخصة للقطاع الخاص.

و لتحديد مدى فاعلية هذه القناة في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الإقتصاد الأردني ، تم إعادة تقدير النموذج السابق ،و لكن بإفتراض أن حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص متغير خارجي ، فكانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (١١) أدناه

جدول رقم (١١)نتائج تحليل التباين لكل من الناتج المحلي الإجمالي و و معدل التضخم ، على إعتبار أن حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من البنوك المرخصة متغير خارجي

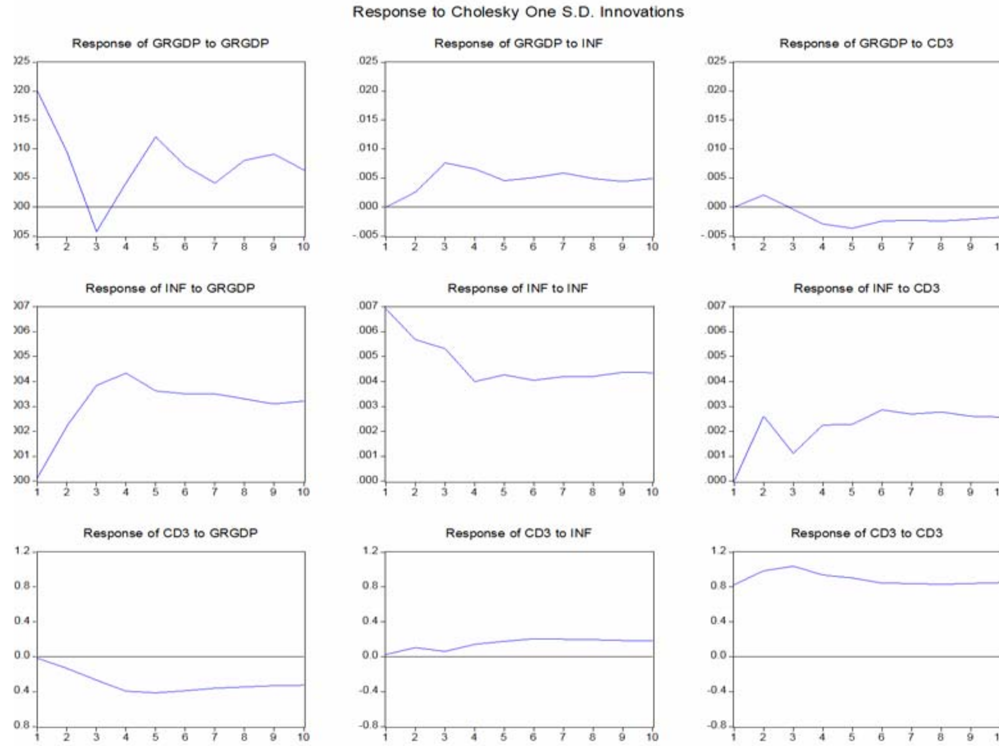
Variance Decomposition

Variance Decomposition of GRGDP:				
Period	S.E.	GRGDP	INF	CD3
1	0.020011	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.022389	97.79037	1.336877	0.872748
3	0.024023	88.09986	11.11365	0.786490
4	0.025438	81.33099	16.61233	2.056677
5	0.028758	81.25795	15.54305	3.199001
6	0.030134	79.50086	16.94572	3.553420
7	0.031051	76.62623	19.49510	3.878665
8	0.032542	75.90612	20.01542	4.078456
9	0.034154	76.09564	19.81561	4.088754
10	0.035142	75.19602	20.68374	4.120240
Variance Decomposition of INF:				
Period	S.E.	GRGDP	INF	CD3
1	0.006906	0.031952	99.96805	0.000000
2	0.009568	5.353314	87.28442	7.362271
3	0.011649	14.50114	79.63458	5.864279
4	0.013240	21.90145	70.69771	7.400831
5	0.014554	24.33440	67.08043	8.585170
6	0.015764	25.65169	63.74105	10.60726
7	0.016901	26.62144	61.61856	11.76001
8	0.017940	27.02103	60.16308	12.81590
9	0.018901	27.02147	59.54538	13.43315
10	0.019826	27.17726	58.94117	13.88157
Variance Decomposition of CD3:				
Period	S.E.	GRGDP	INF	CD3
1	0.825982	0.037925	0.081226	99.88085
2	1.294403	1.104067	0.646844	98.24909
3	1.682159	3.207285	0.514875	96.27784
4	1.970712	6.318315	0.910817	92.77087
5	2.213976	8.523144	1.352621	90.12423
6	2.410436	9.787163	1.879384	88.33345
7	2.584741	10.46138	2.231939	87.30668
8	2.743943	10.89243	2.498107	86.60946
9	2.895023	11.11187	2.650979	86.23715
10	3.039379	11.24088	2.752503	86.00662
Cholesky Ordering: GRGDP INF CD3				

تم حسابه من قبل الباحث

و يظهر الجدول أعلاه أن حوالي (89%) من خطأ التنبؤ في الناتج المحلي الأجمالي يعزا للمتغير نفسة خلال الفترة الممتدة من الفترة الأولى إلى الفترة الخامسة عندما يكون ، حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص متغبر خارجي في حين لم تتجاوز هذه النسبة(8%) لبقية المتغيرات مما يدل على قوة تأثير حجم التسهيلات

الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص في تفسير التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، و يؤيد هذه النتيجة دالة إستجابة ردة الفعل لناتج المحلي الإجمالي كما يبينها الشكل رقم (٤)



شكل رقم (4)دالة إستجابة ردة الفعل لكل من الناتج المحلي الإجمالي و و معدل التضخم ، على إعتبار أن حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من البنوك المرخصة متغير خارجي

و الجدير بالذكر ان قناة الإقراض البنكي تعتبر مكملة إلى قناة سعر الفائدة و ليست بديلاً عنها ، لذا فإن آلية الإنتقال النقدي في الإقتصاد الأردني تتم على النحو التالي :

$$\Delta \text{ Repo} \rightarrow \Delta \text{ Cd3} \rightarrow \Delta \text{Cd6} \rightarrow \Delta \text{Lr} \rightarrow \Delta \text{Bal} \rightarrow \Delta \text{GDP}$$

حيث أن التغيرات في معدل الفائدة على إتفافيات إتفاقيات إعادة الشراء تؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر، والتي هي بدورها تؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر، و الأخيرة تؤثر بمعدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص و التغيرات في في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ستؤدي إلى تغيرات

في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ،و التي بدورها ستؤدي إلى إحداث تغيرات في الناتج المحلي الإجمالي.

ثالثاً دور قناة اسعار الأصول في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن

لاختبار فاعلية هذه قناة في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الإقتصاد الأردني فقد تم تقدير نموذج (VECM) والمكون من المتغيرات التالية و بالترتيب نفسه :

١- الناتج المحلي الإجمالي كممثل للنشاط الإقتصادي

٢- معدل التضخم

٣- سعر الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر

٤- وأسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم ،.

يبين الجدول رقم (12) نتائج تحليل مكونات التباين لمعدل النمو في الناتج المحلي الجمالي ،حيث تبين أن التغيرات في أسعار الأصول ممثلة بالتغيرات بالرقم القياسي للأسعار الأسهم لم تستطع تفسير التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي ،كما أنها فسرت حوالي (4%) من خطأ التنبؤ في معدل التضخم في الربع الثالث ،ثم ارتفعت هذه النسبة إلى (8%) في الفترة السادسة ، ومالت للإستقرار بعد ذلك .

و هذا يدل على ضعف قناة أسعار الأصول في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية لكل من الناتج المحلي الإجمالي ،و معدل التضخم ، ، في حين عزا حوالي (97%) من خطأ التنبؤ في الناتج المحلي الإجمالي للمتغير نفسة ، و حوالي (89%) من خطأ التنبؤ في معدل التضخم للمتغير نفسة ، و قد يعزا ذلك لعدم التطور الكامل لسوق رأس المال.

فمن هنا ترى هذه الدراسة أنه من الضرورة بمكان أن تقوم الجهات المعنية بضرورةاتخاذ كافة الإجراءات التي من شأنها تطوير سوق راس المال من أجل تفعيل دوره في الاقتصاد الأردني ، وذلك لكونه يعد و عاء ضرورياً لحشد و تعبئة المدخرات الوطنية و جذب الاستثمارات الأجنبية مما سيساعد على تحفيز النشاط الاقتصادي في الأردن و قد لعب البنك المركزي دوراً حيوياً في تطوير سوق راس المال تمثل و ربما هذا يجعل التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة ،تعد من أهم مصادر تمويل الإقتصاد الأردني .

جدول رقم (12) يبين نتائج تحليل مكونات التباين لكل من الناتج المحلي الإجمالي ،ومعدل التضخم و اسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي لسعار الأسهم

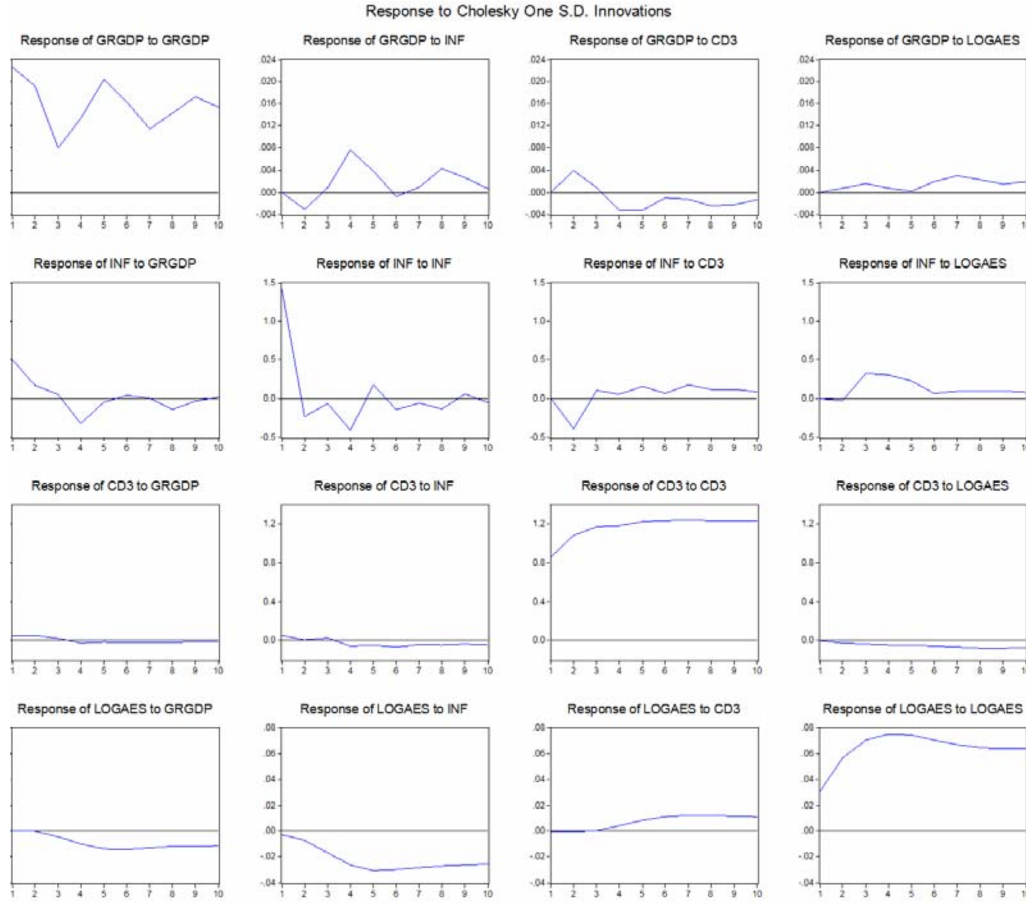
Variance Decomposition

Period	S.E.	GRGDP	INF	CD3	LOGAES
Variance Decomposition of GRGDP:					
1	0.022709	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.030174	97.19252	1.053851	1.697051	0.056580
3	0.031269	97.02910	1.039545	1.638284	0.293067
4	0.035041	91.91320	5.620534	2.194357	0.271905
5	0.040841	92.50524	5.013307	2.279235	0.202219
6	0.044054	93.28110	4.339226	2.014307	0.365371
7	0.045637	93.18771	4.079340	1.956244	0.776711
8	0.048122	92.61924	4.438306	2.031179	0.911275
9	0.051291	92.95344	4.171082	1.996125	0.879351
10	0.053606	93.34824	3.831257	1.892285	0.928219
Variance Decomposition of INF:					
1	1.491982	11.23154	88.76846	0.000000	0.000000
2	1.569625	11.27668	82.46280	6.229435	0.031083
3	1.608226	10.84188	78.70960	6.333838	4.114688
4	1.721317	13.14593	74.49924	5.624346	6.730490
5	1.751585	12.77661	72.91071	6.180520	8.132157
6	1.760391	12.68729	72.87648	6.241761	8.194473
7	1.772439	12.51648	71.99285	7.134650	8.356016
8	1.789661	12.92014	71.22517	7.402275	8.452412
9	1.796948	12.85276	70.74575	7.737175	8.664312
10	1.801226	12.79927	70.50119	7.904478	8.795060
Variance Decomposition of CD3:					
1	0.862840	0.322644	0.342492	99.33486	0.000000
2	1.387480	0.268075	0.134171	99.56437	0.033384
3	1.817649	0.166686	0.094914	99.68015	0.058246
4	2.172155	0.130349	0.141469	99.64187	0.086310
5	2.494554	0.101944	0.143302	99.65647	0.098280
6	2.784877	0.088457	0.178325	99.61116	0.122062
7	3.051025	0.078430	0.168678	99.60443	0.148458
8	3.293153	0.070815	0.165514	99.58358	0.180093
9	3.519211	0.062933	0.157064	99.57532	0.204686
10	3.730981	0.057603	0.156200	99.56339	0.222804
Variance Decomposition of LOGAES:					
1	0.030973	0.026151	0.725817	0.001633	99.24640
2	0.065018	0.006731	1.300396	0.010150	98.68272
3	0.097375	0.207646	3.536250	0.006327	96.24978
4	0.126241	0.741681	6.459474	0.114026	92.68482
5	0.150463	1.334082	8.641085	0.398170	89.62666
6	0.169825	1.724977	9.868592	0.747489	87.65894
7	0.185509	1.916519	10.56727	1.059613	86.45660
8	0.199020	2.020250	11.01250	1.299740	85.66751
9	0.211334	2.095509	11.28768	1.465077	85.15174
10	0.222914	2.144307	11.44661	1.570831	84.83825

Cholesky Ordering: GRGDP INF CD3 LOGAES

و تعكس دالة الإستجابة لردة الفعل لكل من الناتج المحلي الإجمالي ،و معدل التضخم لتغيرات أسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم هذه النتائج ، حيث تبين إستجابة كل من الناتج المحلي الإجمالي ،و معدل التضخم لصدمة عشوائية مقدارها إنحراف معياري واحد في أسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم كانت محدودة ، حيث يتضح من الشكل رقم (٥) أن التغير المفاجئ في أسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم بمقدارة إنحراف معياري واحد كان ذا أثرمحدود ، على الناتج المحلي الإجمالي، في

حين بدأ هذا التغير في أسعار الأصول معدل التأثيرعلى معدل التضخم فـــي الفتـــرة الثالثـــة و استمر للفترة السادسة و بعد ذلك مال للإستقرار .



شكل رقم (٥) يبين دالة إستجابة كل من الناتج المحلي و معدل التضخم لتغيرات اسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم
تم حسابه من قبل الباحث

رابعاً دورقناة سعر الصرف الحقيقي في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الأردن

لاإحتبار فاعلية هذه القناة في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الإقتصاد الأردنـــي ، فقد تم تقدير نموذج (VECM) المكون من المتغيرات التالية : الناتج المحلي الإجمالي كممثل للنشاط الإقتصادي و معدل التضخم ، و سعر الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر ، و سعر الصرف الحقيقي الفعال ، و بالترتيب نفسة .و بعد تقدير النموذج كانت النتائج كما مبينة في الجدول رقم (١٣) ، و الذي يبين نتائج تحليل مكونات التباين لكل مـــن النـــاتج المحلـــي الإجمالي ، ومعدل التضخم و سعر الصرف الحقيقي الفعال ،حيث تبـــين أن ســـعر الـــصرف الحقيقي الفعال غير قادر على نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي في

حين بدأ سعر الصرف الحقيقي بالتأثير على معدل التضخم في الفترة الخامسة حيث عزا حوالي (5%) من التغيرات في معدل التضخم للتغيرات في سعر الصرف الحقيقي.، و هذا ما تؤكـدة دالة إستجابة كل من الناتج المحلي و معدل التضخم لتغيرات سعر الصرف الحقيقي الفعال كمـا يبينها شكل رقم (٦)

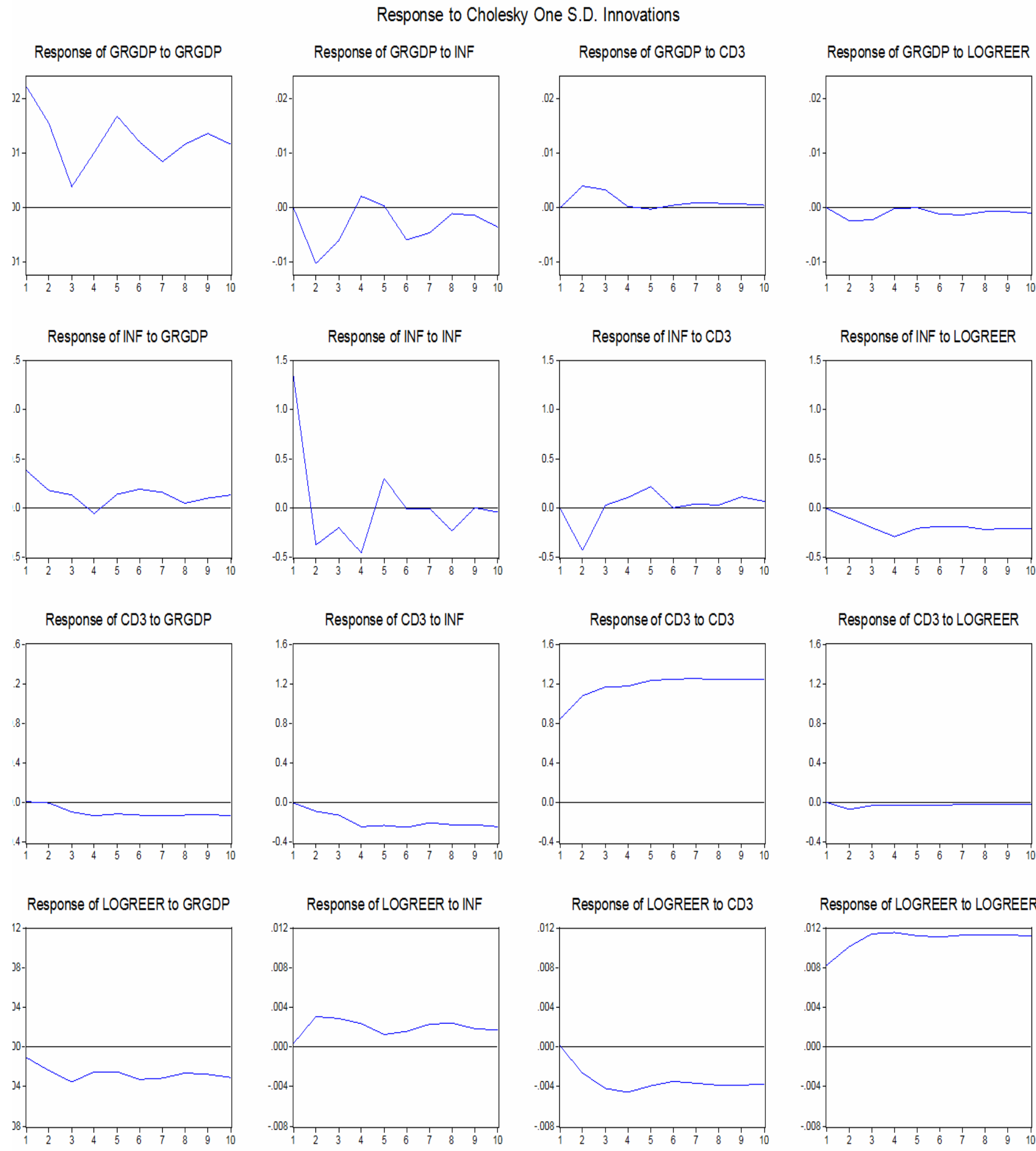
جدول رقم (١٣) يبين نتائج تحليل مكونات التباين لكل من الناتج المحلي الإجمالي ، ومعدل التضخم و سعر الصرف

Variance Decomposition

Variance Decomposition of GRGDP:					
Period	S.E.	GRGDP	INF	CD3	LOGREER
1	0.022217	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.029355	85.34748	12.16633	1.830025	0.656161
3	0.030469	80.89525	15.14235	2.852814	1.109583
4	0.032171	82.42059	14.01508	2.568341	0.995994
5	0.036310	86.18487	11.01402	2.019233	0.781876
6	0.038731	85.49531	11.93629	1.793195	0.775212
7	0.039944	84.89988	12.53276	1.744203	0.823157
8	0.041630	85.96868	11.60386	1.642441	0.785015
9	0.043825	87.19359	10.56931	1.506678	0.730431
10	0.045481	87.46701	10.40099	1.413351	0.718656
Variance Decomposition of INF:					
Period	S.E.	GRGDP	INF	CD3	LOGREER
1	1.393106	7.450508	92.54949	0.000000	0.000000
2	1.519951	7.665206	83.71084	8.173800	0.450155
3	1.551261	8.096230	81.95323	7.895704	2.054831
4	1.648127	7.290415	80.42022	7.457543	4.831826
5	1.709084	7.487825	77.94970	8.634153	5.928325
6	1.729848	8.548781	76.09056	8.429133	6.931522
7	1.747452	9.233862	74.56525	8.329028	7.871863
8	1.776735	9.005491	73.79290	8.093786	9.107820
9	1.795426	9.163611	72.26481	8.327458	10.24412
10	1.814232	9.552331	70.82763	8.314020	11.30602
Variance Decomposition of CD3:					
Period	S.E.	GRGDP	INF	CD3	LOGREER
1	0.844383	0.001027	0.006434	99.99254	0.000000
2	1.372507	0.002937	0.427404	99.29886	0.270798
3	1.811459	0.309513	0.759104	98.73608	0.195304
4	2.176777	0.602710	1.826119	97.41778	0.153393
5	2.514567	0.665698	2.231265	96.97714	0.125897
6	2.822312	0.743554	2.571505	96.57312	0.111820
7	3.099049	0.812135	2.597091	96.49243	0.098345
8	3.348168	0.849856	2.684949	96.37762	0.087576
9	3.581637	0.865836	2.758487	96.29625	0.079432
10	3.803039	0.896909	2.870198	96.15888	0.074014
Variance Decomposition of LOGREER:					
Period	S.E.	GRGDP	INF	CD3	LOGREER
1	0.008319	1.773236	0.186447	0.006282	98.03403
2	0.013943	3.559133	4.862186	3.581171	87.99751
3	0.019077	5.345917	4.908530	6.835194	82.91036
4	0.023032	4.868963	4.395777	8.675507	82.05975
5	0.026098	4.738395	3.644074	9.039249	82.57828
6	0.028823	5.173450	3.275430	8.886906	82.66421
7	0.031419	5.363775	3.288301	8.838822	82.50910
8	0.033831	5.223857	3.339243	8.918828	82.51807
9	0.036039	5.191333	3.193672	9.008768	82.60623
10	0.038116	5.305998	3.054772	9.027245	82.61199

Cholesky Ordering: GRGDP INF CD3 LOGREER

تم حسابه من قبل الباحث



شكل رقم (٦) دالة إستجابة ردة الفعل لكل من الناتج المحلي و معدل التضخم لتغيرات سعر الصرف الحقيقي الفعال

تم حسابه من قبل الباحث

الفصل الخامس
مناقشة النتائج و التوصيات

تم في الفصل الرابع دراسة آليات الإنتقال النقدي في الإقتصاد الأردني ،حيث تم دراسة مدى فاعلية كل من القنوات التالية في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية في الإقتصاد الأردني : قناة سعر الفائدة ،قناة الإقراض البنكي ،قناة أسعار الأصول ،وقناة سعر الصرف . وذلك ببناء نماذج قياسية تحوي متغيرات تم إختيارها بناء على العلاقات الإقتصادية المتبادلة فيما بينها بحسب النظرية الإقتصادية ،ووفقاً للدراسات السابقة التي أجريت حول الموضوع حيث تم الربط بين هذه المتغيرات بنموذج (VECM) ، و بعد تقدير النماذج القياسية المستخدمة في الدراسة كانت النتائج ،و التوصيات على النحو التالي :

أولاً :النتائج

١- نتائج إختبار جذر الوحدة للاستقرارية :

أظهرت نتائج إختبار جذر الوحدة للاستقرارية بإستخدام إختبار ديكي – فولرأن متغيرات الدرسة غير مستقرة بمستوياتها في حين كانت مستقرة بعد أحذ الفرق الأول لها حيث كانت قيمة ديكي – فولر المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية ،وهي المنهجية التي تم الإعتماد عليها لتحديد إستقرارية المتغير المستهدف من عدمها .

٢- نتائج إختبار السببية :

أظهرت نتائج إختبار جرينجر للسببية أن هنالك متغيرات يؤثر بعضها بعض بإتجاهين، أي أن العلاقات السببية بينها ثنائية الإتجاة–أي تبادلية – ،و أن هنالك متغيرات بعضها يؤثر بعض، ولكن بإتجاه واحد فقط، أي أن العلاقات السببية بينها أحادية الإتجاه ، في حين أن هنالك متغيرات لا يؤثر بعضها بعض، أي أنه لا علاقة سببيه بينها ، و تفصيل ذلك على النحو التالي :

٢-١ متغيرات تؤثر بعضها بعض بإتجاهين ، أي أن العلاقات السببية بينها ثنائية الإتجاة–أي تبادلية:

فقد بينت نتائج إختبار جرينجر للسببية أن المتغيرات التالية : معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء ، معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر ، معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر ، معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص ،حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك

المرخصة إلى القطاع الخاص ،ومعدل التضخم ،و معدل الناتج المحلي الإجمالي ، يؤثر بعضها ببعض بإتجاهين، أي أن العلاقات السببية بينها ثنائية الإتجاة ،لذا فأنه يمكن أن نخلص إلى أن معدلات الفائدة على أدوات السياسة النقدية تؤثر بمعدلات الفائدة في السوق المصرفي، وتثبت هذه النتائج الفرضيتن الأولى و الثانية للدراسة ، وهي أن كل من سعر الفائدة و حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة إلى القطاع الخاص يلعبان دوراً كبيراً في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدي في الإقتصاد الأردني.

٢-٢ متغيرات بعضها يؤثر بعض ،ولكن بإتجاه واحد فقط ،أي أن العلاقات السببية بينها أحادية الإتجاة :

فقد بينت نتائج إختبار جرينجر للسببية أن المتغيرات التالية : سعر الصرف ،معدل التضخم الناتج المحلي الإجمالي عرض النقد بالمعنى الواسع بعضها يؤثر بعض، و لكن بإتجاه واحد فقط، أي أن العلاقات السببية بينها أحادية الإتجاه ، حيث تبين أن سعر الصرف يؤثر بمعدل التضخم ، بينما الأخير لا يؤثر به .

كما أن الناتج المحلي الإجمالي يؤثر بسعر الصرف، بينما سعر الصرف لا يؤثر به و ربما يعود ذلك إلى سياسة سعر الصرف الثابت المتبعة من قبل البنك المركزي ، كما أن الناتج المحلي الإجمالي يؤثر بعرض النقد بالمعنى الواسع بينما عرض النقد بالمعنى الواسع لا يؤثر به .

٢-٣ متغيرات لا تؤثر بعضها البعض، أي أنه لا علاقة سببيه بينها.

بينت نتائج إختبار جرينجر للسببية أن أسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي لأسعار الأسهم لا تؤثر بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي , و كذالك الناتج المحلي الإجمالي لا يؤثر بأسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي لأسعار الأسهم، و قد يعزا ذلك إلى عدم التطور الكامل لسوق راس المال .

٣- نتائج تحليل مكونات التباين

٣-١ نتائج تحليل مكونات التباين لمعدلات الفائدة على أدوات السياسة النقدية ممثلة بمعدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء ، و معدلات الفائدة في السوق المصرفي.

أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين لمعدلات الفائدة على أدوات السياسة النقدية ممثلة بمعدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء ،و معدلات الفائدة في السوق المصرفي القدرة التفسيرية لمعدلات الفائدة على أدوات السياسة النقدية ،ممثلة بمعدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء كمعدل فائدة قصير الأجل في تفسير التغيرات في معدلات الفائدة في السوق المصرفي ،

حيث إتضح أنه خلال الربع الأول، كانت التغيرات في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء تفسر حوالي (79%) من تنبؤ الخطأ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر، وإستمرت هذه النسبة في الارتفاع لتصل إلى (82%) في الفترة العاشرة ،وهذا يشير إلى قوة تأثير التغير في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء على معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر .

كما تبين أن التغيرات في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء قد فسرت حوالي (62%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر في خلال الفترة الممتدة من الفترة الأولى إلى الفتراة العاشرة ، وأن حوالي (13%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر في الربع الأول يعزا لمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر .

كما أظهر تحليل مكونات التباين لمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر، أن حوالي أكثر من (75%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر يعزا لكل من معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء ،ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر خلال السنة الأولى ،وهذا يشير إلى قوة تأثير التغير في كل من معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء و معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر على معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر .

كما أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين لمعدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة للقطاع الخاص ،أن حوالي (32%) من خطأ التنبؤ في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص في الربع الأول تعزا إلى التغيرات في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر، و ارتفعت هذه النسبة لتصل إلى حوالي (37%) في الفترة العاشرة،و هذا يشير إلى قوة تأثير التغير في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إ ستحقاق ستة أشهر على معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص .

في حين كانت النسبة التي تعزى لمعدل الفائدة على شهادات الإستحقاق ثلاثة أشهر حوالي (٣٣%) في الربع الأول ، ثم إنخفظت إلى (22%) في الفترة العاشرة وتدعم هذه النتائج نتائج إختبار السببية ، و الذي بين أن معدل الفائدة على إتفافيات إتفاقيات إعادة الشراء تؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر، والتي هي بدورها تؤثر بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر، و الأخيرة تؤثر بمعدل الفائدة على حجم

التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص مما يعزز وجود قناة سعر الفائدة كقناة ناقلة للأثر النقدي في الإقتصاد الأردني، و حيث تتم آلية الإنتقال النقدي عبر هذه القناة على النحو التالي :

Δ Repo$\rightarrow$ Δ Cd3$\rightarrow$ ΔCd6$\rightarrow$ ΔLr

٣-٢ نتائج تحليل مكونات التباين لمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي .

اظهرت نتائج تحليل مكونات التباين لمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أن تأثيرالتغيرات في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء تفسيرحوالي (3.4%) من تنبؤ الخطأ في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترات العشر ، في حين فسرت تغيرات معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر حوالي (22%) من تنبؤ الخطأ في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة نفسها ، بينما فسرت التغيرات في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر حوالي (5%) من تنبؤ الخطأ في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترات العشر.. كما يبين تحليل مكونات التباين في الناتج المحلي الإجمالي أن التغيرات في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص تبدأ بالتأثير الإيجابي على على الناتج المحلي الإجمالي في الربع الرابع ،حيث عزا حوالي (11%) من خطأ التنبؤ في الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي إلى التغيرات في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص و ارتفعت إلى (21%) في الفترة السادسة، ويزداد هذا الثر بشكل ملحوظ بعد ذلك ، حيث بلغت حوالي (26%،30%، 37%) في الفترات السابعة ،الثامنة ،والعاشرة على التوالي

مما يدل على وجود قناة الإقراض البنكي، كقناه ناقلة للأثر النقدي في الإقتصاد الأردني، حيث تتم آلية الإنتقال النقدي عبر هذه القناة على النحو التالي : التغيرات في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ستؤدي إلى تغيرات في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ،و التي بدورها ستؤدي إلى إحداث تغيرات في الناتج المحلي

ΔLR$\rightarrow$$\Delta$BAL$\rightarrow$$\Delta$GDP

كما يين تحليل التباين لمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي أن التغيرات في أسعار الأصول ممثلة بالتغيرات بالرقم القياسي للأسعار الأسهم لم تستطع تفسيرإلا حوالي (.5%) من خطأ التنبؤ في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الفترات العشر ،و(6.6%) من خطأ

التنبؤ في معدل التضخم خلال الفترات العشر .و هذا يدل على ضعف قناة أسعار الأصول في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية لكل من الناتج المحلي الإجمالي و معدل التضخم .

و هذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة (Poddar,2006) و التي بينت ان التغيرات في أسعار الأصول لم تستطع تفسير التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، في حين عزا حوالي (97%) من خطأ التنبؤ في الناتج المحلي الإجمالي للمتغير نفسة ، و حوالي (89%) من خطأ التنبؤ في معدل التضخم للمتغير نفسة .

كما بينت نتائج تحليل مكونات التباين لمعدل الناتج المحلي الإجمالي ، ، أن سعر الصرف الحقيقي الفعال غير قادر على نقل الأثر النقدي للسياسية النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي .

٣-٣ نتائج تحليل مكونات التباين لمعدل التضخم

أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين في معدل التضخم أن تأثير معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء كان محدوداً حيث بدأ بالتأثير على معدل التضخم في الفترة الخامسة ، حيث (2%)من خطأ التنبؤ في معدل التضخم إلى التغيرات في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء خلال الفترات العشر، كما فسر معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر حوالي (1.5%) من خطأ التنبؤ في معدل التضخم خلال نفس الفترة ، بينما فسر معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر حوالي (23.7%) من خطأ التنبؤ في معدل الضخم خلال الفترات العشر.

كما تبين ان التغيرات في أسعار الأصول لم تستطع تفسير إلا (6%) من التغيرات في معدل التضخم وفي حين عزا حوالي (89%) من خطأ التنبؤ في معدل التضخم للمتغير نفسة عند إختبار قناة أسعار الأصول ،و تؤكد نتائج تحليل مكونات التباين لكل من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم ضعف قناتي اسعار الأصول ،و سعر الصرف في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى النشاط الإقتصادي

٣-٤ نتائج تحليل التباين لمعدل النمو في عرض النقد بالمعنى الواسع

أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين في معدل النمو في عرض النقد أن التغيرات في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء استطاعت تفسير حوالي (10.5%) من خطأ التنبؤ في معدل النمو في عرض النقد في الفترات العشر ،كما عزا حوالي (18%) من خطأ التنبؤ في معدل النمو في عرض النقد إلى معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ثلاثة أشهر خلال

الفترة نفسها ، أما تأثير التغير في معدل الفائدة على شهادات الإيداع إستحقاق ستة أشهر فكان محدوداً حيث عزا حوالي (2%) من خطأ التنبؤ في معدل النمو في عرض النقد الفترات العشر

٣-٥ نتائج تحليل مكونات التباين لحجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص

أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين لحجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ، أن حوالي(12%) من خطأ التنبؤ في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص في الفترة السادسة يعزا إلى التغيرات في معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ثم إرتفعت هذه النسبة لتصل إلى حوالي (17%) في الفترة العاشرة و هذا يدعم نتائج إختبار السببية ، و الذي يبين أن معدل الفائد على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك الخاصة للقطاع الخاص يؤثر بحجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص .

و هذا يدل على قوة تأثير معدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص متفاً بذلك مع النظرية الإقتصادية،و التي تبين العلاقة العكسية ما بين معدل الفائدة على حجم التسهيلات ، الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص ، في حين عزا حوالي (54%) من خطأ التنبؤ في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص للتغيرات في المتغير نفسة خلال السنه الأولى، مما يجدر ذكره ان قناة الإقراض البنكي تعتبر مكملة إلى قناة سعر الفائدة ،و ليست بدلاً عنها

٤ نتائج دالة إستجابة ردة الفعل

٤-١ دالة إستجابة ردة الفعل معدلات الفائدة في السوق المصرفي لمعدل الفائدة على أدوات السياسة النقدية .

بينت دالة الإستجابة لردة الفعل إستجابة معدلات الفائدة في السوق المصرفي لصدمة عشوائية مقدارها إنحراف معياري واحد في معدل الفائدة على أدوات السياسة النقدية ممثاة بمعدل الفائدة على اتفاقيات إعادة الشراء ، حيث تبين ،أن أي تغير مفاجئ في معدل الفائدة على إتفاقيات إعادة الشراء مقدارة إنحراف معياري واحد يؤثر بشكل إيجابي، على كل من معدلي الفائدة على شهادات إستحقاق ستة أشهر ،و ثلاثة أشهر ، و يستمر هذا الأثر لحوالي عشر فترات لكل منهما .

كما تبين دالة الإستجابة لردة الفعل ، أن أي تغير مفاجئ في معدل الفائدة على شهادات إستحقاق ثلاثة أشهر مقدارة إنحراف معياري واحد يؤثرعلى معدل الفائدة على شهادات إستحقاق ستة أشهر ، و يستمر هذا الأثر لحوالي عشر فترات ، كما يلاحظ أن أي تغير مفاجئ في معدل الفائدة على على شهادات إستحقاق ستة أشهر مقدارة إنحراف معياري واحد يؤثر علـــى معـــدل الفائدة على حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص بعـــد الفترة الرابعة .

٤-٢ دالة الإستجابة ردة فعل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لتغيـــرات حجـــم التـــسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص .

تبين دالة الإستجابة ردة فعل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لتغيرات حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص لصدمة عشوائية مقدارها إنحراف معياري واحد في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنـــوك المرخـــصة للقطـــاع الخاص، حيث تبين أن أي تغير مفاجئ في حجم التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص بمقدار إنحراف معياري واحد يبدأ بالتأثير الإيجابي علـــى النـــاتج المحلي الإجمالي بعد الفترة الثالثة ، ثم يزداد هذه الأثر بشكل ملحوظ في الفترات اللاحقة بشكل إيجابي و يستمر إلى الفترة العاشرة .

٤-٣ دالة الإستجابة لردة الفعل لكل من الناتج المحلي الإجمالي و معـــدل التـــضخم لتغيـــرات أسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم .

تبين دالة الإستجابة لردة الفعل لكل من الناتج المحلي الإجمـــالي ،و معـــدل التـــضخم لتغيرات أسعار الأصول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم ،إستجابة كل من الناتج المحلي الإجمالي و معدل التضخم لصدمة عشوائية مقدارها إنحراف معياري واحد في أسعار الأصـــول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم ، حيث تبين أن أي تغير مفاجئ في أســـعار الأصـــول ممثلة بالرقم القياسي للأسعار الأسهم مقدارة إنحراف معياري واحد لا يؤثر ، علـــى النـــاتج المحلي الإجمالي، في حين بدأبالتاثير على معدل التضخم في الفترة الثالثة ثم يستقر هذا الأثـــر بعد الفترة الخامسة .

٤-٤ دالة إستجابة كل من الناتج المحلي و معدل التضخم لتغيرات سعر الصرف الحقيقي الفعال

بينت دالة إستجابة كل من الناتج المحلي و معدل التضخم لتغيــرات ســعر الــصرف الحقيقي الفعال أن سعر الصرف الحقيقي الفعال غير قادر على نقل الأثــر النقــدي للــسياسية النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي و معدل التضخم ، حيث تبين أن أي تغيــر مفــاجئ ســعر الصرف الحقيقي الفعال في مقدارة إنحراف معياري واحد لا يؤثر ، الناتج المحلي الإجمالي.

ثانياً : التوصيات

بناء على النتائج السابقة فإن الدراسة توصي بمايلي:

١- نتيجة للدور الذي يلعبه سعر الفائدة في نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية المحلية إلى النشاط الإقتصادي ، فإن الدراسة توصي بضرورة إستهداف معدلات الفائدة على أدوات السياسة النقدية قصيرة الأجل، كأهداف تشغيلية للتأثير على الأهداف الوسيطية، كمعدلات الفائدة فــي الــسوق المصرفي ، حيث ستنقل الأخيرة الأثر النقدي للسياسة النقدية إلى معدل الفائدة على التسهيلات الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص .

٢- نتيجة للدورالكبير الذي يلعبه حجم التسهيلات الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطــاع الخاص ،والذي يعتبر مكملاً لدور سعر الفائدة ، توصي الدراسة بضرورة إستهدافه مــن قبــل البنك المركزي ، و إتخاذ كافة الإجراءات التي من شانها أن تساهم في تفعيل دوره في تنشيط الإقتصاد الأردني .

٣- نظراً لضعف الدور الذي تلعبه أسعار الأصول في تنشيط الإقتصادى الوطني ممثلاً بالناتج المحلي الإجمالي ،فإن الدراسة توصي بالعمل على تطوير سوق رأس المــال و إتخــاذ كافــة الإجراءات الكفيله لتحقيق ذلك بالتعاون ،و التنسيق مع كافة الجهات المعنية .

نتائج اختبار الاستقرارية لمتغيرات الدراسة

Null Hypothesis: BAL has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.961004	0.9957
Test critical values:	1% level	-3.546099	
	5% level	-2.911730	
	10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(BAL) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.364798	0.0051
Test critical values:	1% level	-4.124265	
	5% level	-3.489228	
	10% level	-3.173114	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: BAL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.723321	0.9664
Test critical values:	1% level	-4.121303	
	5% level	-3.487845	
	10% level	-3.172314	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(BAL) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.907611	0.0036
Test critical values:	1% level	-3.548208	
	5% level	-2.912631	
	10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CD3 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.509794	0.5220
Test critical values:	1% level	-3.542097	
	5% level	-2.910019	
	10% level	-2.592645	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CD3) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.747256	0.0057
Test critical values:	1% level	-3.546099	
	5% level	-2.911730	
	10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CD3 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.307917	0.0746
Test critical values:	1% level	-4.115684	
	5% level	-3.485218	
	10% level	-3.170793	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CD3) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.551723	0.0431
Test critical values:	1% level	-4.121303	
	5% level	-3.487845	
	10% level	-3.172314	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CD6 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.038416	0.5683
Test critical values:	1% level	-4.124265	
	5% level	-3.489228	
	10% level	-3.173114	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CD6 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.783867	0.3848
Test critical values:	1% level	-3.546099	
	5% level	-2.911730	
	10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CD6) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.213721	0.0077
Test critical values:	1% level	-4.118444	
	5% level	-3.486509	
	10% level	-3.171541	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CD6) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.278702	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.548208	
	5% level	-2.912631	
	10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		3.275593	1.0000
Test critical values:	1% level	-3.540198	
	5% level	-2.909206	
	10% level	-2.592215	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.231222	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.542097	
	5% level	-2.910019	
	10% level	-2.592645	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.853925	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.115684	
	5% level	-3.485218	
	10% level	-3.170793	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		2.208052	1.0000
Test critical values:	1% level	-4.113017	
	5% level	-3.483970	
	10% level	-3.170071	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.544425	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.113017	
	5% level	-3.483970	
	10% level	-3.170071	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.075648	0.2550
Test critical values:	1% level	-3.546099	
	5% level	-2.911730	
	10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.484368	0.3345
Test critical values:	1% level	-4.121303	
	5% level	-3.487845	
	10% level	-3.172314	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 6 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.150589	0.0286
Test critical values:	1% level	-3.555023	
	5% level	-2.915522	
	10% level	-2.595565	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: REPO has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.733240	0.4095
Test critical values:	1% level	-3.548208	
	5% level	-2.912631	
	10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: REPO has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.869399	0.6575
Test critical values:	1% level	-4.124265	
	5% level	-3.489228	
	10% level	-3.173114	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(REPO) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.751476	0.0057
Test critical values:	1% level	-3.548208	
	5% level	-2.912631	
	10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(REPO) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.472867	0.0002
Test critical values:	1% level	-4.118444	
	5% level	-3.486509	
	10% level	-3.171541	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(REER) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.922773	0.0034
Test critical values:	1% level	-3.544063	
	5% level	-2.910860	
	10% level	-2.593090	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: REER has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.387396	0.9860
Test critical values:	1% level	-4.115684	
	5% level	-3.485218	
	10% level	-3.170793	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: REER has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.325309	0.6127
Test critical values:	1% level	-3.538362	
	5% level	-2.908420	
	10% level	-2.591799	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(REER) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.945977	0.0159
Test critical values:	1% level	-4.118444	
	5% level	-3.486509	
	10% level	-3.171541	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: AES has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.324497	0.4146
Test critical values:	1% level	-4.115684	
	5% level	-3.485218	
	10% level	-3.170793	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: AES has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.667271	0.4426
Test critical values:	1% level	-3.542097	
	5% level	-2.910019	
	10% level	-2.592645	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(AES) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.384481	0.0047
Test critical values:	1% level	-4.118444	
	5% level	-3.486509	
	10% level	-3.171541	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(AES) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.518717	0.0005
Test critical values:	1% level	-3.544063	
	5% level	-2.910860	
	10% level	-2.593090	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RGDP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.200720	0.9012
Test critical values:	1% level	-4.118444	
	5% level	-3.486509	
	10% level	-3.171541	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RGDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		1.367042	0.9987
Test critical values:	1% level	-3.544063	
	5% level	-2.910860	
	10% level	-2.593090	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RGDP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-15.28479	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.546099	
	5% level	-2.911730	
	10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RGDP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-17.24947	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.121303	
	5% level	-3.487845	
	10% level	-3.172314	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المراجع العربية

الملاوي، أحمد (٢٠٠٤)، **تحليل سلاسل زمنية لأثر السياسة النقدية على النشاط الإقتصادي الأردني** دراسات العلوم الادارية ، المجلد(31)، العدد(٢).

الخليل موفق والطاهر،عبدالله (٢٠٠٦) ، **النقود و البنوك ،و الموسسات المالية**،(ط٢) ،عمان :مركز يزيد للنشر.

الزبيدي، حمزة (٢٠٠٠) **إدارة المصارف واستراتيجية تعبئة الوداع وتقديم الإئتمان**،(ط 1) ،عمان: مؤسسة الأورق للنشر والتوزيع.

السيد على ،عبد المنعم (١٩٩٩) **اقتصاديات النقود والمصارف**، الاكاديمية للنشر.

الشمري، نظام محمد (١٩٨٨) **النقود والمصارف**، وزارة التعليم العلي والبحث العلمي، جامعة الموصل الجمهورية العراقية : مديرية دار الكتاب للطباعة والنشر.

المجالي، أحمد (٢٠٠٨)،**السياسة المثلى للسيطرة على التضخم : نموذج الإنحدار الذاتي** ، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، الجامعة الأردنية، عمان ،الأردن

البنك المركزي،**السياسة النقدية والمصرفية في الأردن**، خواطر وملاحظات منشورات دائرة الدراسات والابحاث،عمان ،الأردن.

البنك المركزي،**الجهاز المالي والمصرفي في الأردن**، منشورات دائرة الدراسات والابحاث، عمان ،الأردن.

الهنداوي، حاتم (٢٠٠١) ، **مكانيكية إنتقال الأثر النقدي في الإقتصاد الاردني**، رسالة ماجستير(غير منشورة)، الجامعة الأردنية، عمان،الأردن.

الوزني، خالد (١٩٩٦) ،**الجهاز المصرفي والسياسة النقدية في الأردن (١٩٨٥-١٩٩٥** عمان: مركز الدراسات الاستراتجية، الجامعة الأردنية .

حسين،رحيم (٢٠٠٦) **النقد والسياسة النقدية في إطار الفكرين الإسلامي و الغربـــي**،(ط١) ،عمـــان : دارالمناهج للنشر و التوزيع.

عبد الله ،عقيل جاسم (١٩٩٩) **النقود والمصارف**، ، (ط٣) ،عمان : دار مجدلأوي للنشر.

عوض، طالب (١٩٩٥) ، **كفاءة السياسة النقدية والمالية في الأردن(١٩٧٨ -١٩٩٢)**، الجامعـــة الأردنية، دراسات (العلوم الانسانية)، مجلد (أ)، العدد (٢)

فريضة ،صبحي (١٩٨٣) ،**النقود والبنوك والعلاقات الإقتصادية الدولية**، بيروت ، لبنان: دار النهضة.

مازن ،عودة ناصر (١٩٩١) ،**السياسة النقدية في الأردن خلال الفتـــرة (١٩٧٠-١٩٨٨)** ، رســـالة ماجستير(غير منشورة)، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن

المراجع باللغة الإنجليزية

Balazs Horvath, and Rodolf Maino,(2006), **Monetary Transmission Mechanisms in Belarus** , IMF wp/246 .

Bennett.T.Mccallum,(1989) ,**Monetary Economics Theory and Policy** , ,Macmillan Publishing Company ,New York

Carla A.Favero, Francesco Giaavazzi and, Luca Flabbi, (1999), **The Transmission mechanism of Monetary Policy in Europe: Evidence from Banks Balance Sheets, wp**/99-20.

Fabrizio Coricelli,Balazs Egert and Ronald MacDonald**, Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe**

Fatmir Besimi and, Geoff Pugh, (2006), **The Monetary Transmission Mechanism in Macedonia: implication for monetary policy**, IESR wp/02.

Fernando Barran ,Virginie Coudert,and Benoit Mojon,(1996),**The Transmission of Monetary Policy in European Countries**, CEPII No3

Gapinski James H, **Macroeconomic Theory Statics**, Dynamics, policy, McGraw-Hill Iinternational Book Company.

Greene Willim H.,(1993), **Econometric Analysis**, Second Edition ,Prentice-Hall International,Inc.

Gulbin Sahinbeyoglu, (2001), **Monetary Transmission Mechanism: a view From a high inflationary environment, CBRT**, Ankara.

Keith, Bain and Peter Howells,(2003), **Monetary Economic Policy and its Theoretical Basis** ,pal grave Macmillan.

Kumar.N and Mittal, (2002),**Monetary Economics** , first edition ,Anmol publications ltd ,New Delhi

James Morsink and Tamim Bayoumi, (2001), **A Peek Inside the Black Box :The Monetary Transmission Mechanism in Japan** ,vol 48,no 1

Joaquin Levy and Ioannis Halikias,(1997), **Aspect of The Monetary Transmission Mechanism under Exchange Rate Targeting:The Case of France** ,wp/44.

John B.Taylor, (1999), **The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules.**

Jorge Roldos, (2006), **Disintermediation and Monetary Transmission in Canada**, IMF wp/84.

Mishkin Frederic, (1995), **Symposium on the monetary transmission mechanism, perspectives** vol9.

Marashdeh Omar, (1995), **The Jordanian Economy,** Al Jawal Corporation, Amman Jordan.

Michael Ehrmann, Andreas Worms (, 2002), **Bank networks and monetary policy transmission.**

Milton Friedman,(1968),**The Role of Monetary Policy**, The American Economic Review, Vol.LVIII,No.1.

Petya Koeva and Brooks, (2007), **The Bank Lending Channel of Monetary Transmission: Does It Work in Turkey?** IMF wp/272.

Paul Wachtel ,1989,**Macroeconomic from Theory to Practice** ,McGraw-Hill-Inc

Rafaela Pizarro Barcelo ,(2004), **A Bank Lending Channel of Monetary Policy in Spain :Evidence from Bank Balance Sheets,** Florida University

Reimo Juks, (2004), **The Importance of The Bank –Lending Channel in Estonia: Evidence from Micro –Economic Data,** working paper of eesti bank, no 6.

T.T. Sethi, (1996), **monetary economics**, forth edition,. Hand & company ltd.

Suraja.Gupta, (1996), **Monetary Economics, Institution theory and Policy**, S, Chand & Company Ltd, New Delhi.

MONETARY TRANSMISSION MECHANISM IN JORDAIN ECONOMY

By

Radi M. AL –Adayleh

Supervisor

Dr.Wadie Sharayha. Prof

ABSTRACT

This study examines the Monetary Transmission Mechanism (MTM) in Jordanian economy: the interest rate channel, bank lending channel, equity prices channel, and exchange rate channel - by using the Vector Error Correction Model(VECM) consists of the following variables :interest rate on repurchase agreement (Repo) as a measure of the stance of monetary policy in Jordan, interest rates on certificates of deposit with maturities of three and six months , GDP , inflation , banking lending rate ,banking lending , real effective exchange rates and stock market index (ASE) as representing of Equity prices ,the variables were chosen on the basis of economic theory and ordered on the basis of speed with which the variables respond to the monetary shocks, The empirical results indicate that the interest rate channel and bank lending channel, are both active in transmitting the monetary shocks to economy activity, while the equity prices channel and exchange rate channel are not.

The augmented Dickey – Fuller test, and the Granger causality test were applied to determine the stationary of the variables and the causality direction among them, the results showed that all variables are stationary at first difference, and there were two-way causation , one –way causation, and no causation among them as stated in table (6) in the text.

The study is organized as follows: chapter 1 presents a preliminary introduction contains the study's problem, hypotheses, important objectives, methodology of

the study. While chapter 2 presents the MTM in literature, and chapter 3 presents the conduct of monetary policy , chapter 4 presents evidence from Vector Error Correction Model (VECM) on monetary transmission process and discusses result from our investigation into variances channel, finally chapter 5 presents conclusions and recommendation.